

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
V A R A Ž D I N

Mateo Krcić

UTJECAJ EKONOMSKE KRIZE I
REAKCIJE MAKROEKONOMSKE
POLITIKE U REPUBLICI HRVATSKOJ

ZAVRŠNI RAD

Varaždin, 2018.

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
FAKULTET ORGANIZACIJE I INFORMATIKE
V A R A Ž D I N

Mateo Krcić

Matični broj: 43716/15-R

Studij: Ekonomika poduzetništva

UTJECAJ EKONOMSKE KRIZE I REAKCIJE MAKROEKONOMSKE
POLITIKE U REPUBLICI HRVATSKOJ
ZAVRŠNI RAD

Mentorica:

dr.sc. Dina Korent

Varaždin, rujan 2018.

Mateo Krcić

Izjava o izvornosti

Izjavljujem da je moj završni/diplomski rad izvorni rezultat mojeg rada te da se u izradi istoga nisam koristio drugim izvorima osim onima koji su u njemu navedeni. Za izradu rada su korištene etički prikladne i prihvatljive metode i tehnike rada.

Autor/Autorica potvrdio/potvrdila prihvaćanjem odredbi u sustavu FOI-radovi

Sažetak

U radu pod nazivom Utjecaj ekonomske krize i reakcije makroekonomske politike u Republici Hrvatskoj, proučava se kriza koja je 2008. godine potresla svijet, a 2009. godine stigla u Hrvatsku. Analiziraju se glavni uvjeti za nastanak krize, impulsi koji pokreću krizu, te kako se šire i utječe na krizu. Detaljno se objašnjava nastanak krize hipotekarnih kredita mehanizmi ostvarenja iste te utjecaj iste na stanje svjetske ekonomije. U radu se obrađuje i utjecaj krize na Ameriku i Europu, s naglaskom na analizu utjecaja krize na Republiku Hrvatsku i uočavanju strukturnih pogrešaka iz prošlosti koji su od recesije napravili sedam godina dugu depresiju. Također važna komponenta ovog rada je uočavanje reakcija makroekonomske politike u Republici Hrvatskoj u sprečavanju krize. U radu se pojedinačno analiziraju reakcije fiskalne politike i rezultat reakcija, a potom se analizira reakcija monetarne politike. Nakon analize utjecaja, koji je bio izrazito poguban za gospodarski rast Hrvatske, zaposlenost i ostanak ljudi u Hrvatskoj, može se zaključiti da reakcije makroekonomskih politika u vremenima najteže krize nisu bile dovoljno dobre, usklađene s jasnim ciljem niti pravodobne. Taj zaključak se temelji na činjenici da Hrvatska stagnira na području gospodarskog razvoja, bez pravih reformi i rješenja za poboljšanje životnog standarda u Republici Hrvatskoj.

Ključne riječi: ekonomska kriza, reakcije makroekonomske politike, Republika Hrvatska, recesija, fiskalna politika, monetarna politika

Sadržaj

1. Uvod.....	1
2. Metode i tehnike rada	2
3. Određenje ekonomskih kriza	3
3.1. Povijest uzroka ekonomskih kriza	3
3.2. Vrste kriza	4
3.3. Anatomija krize	6
3.3.1. Indikatori krize.....	7
3.3.2. Kretanje krize sa gospodarskim ciklusom	8
3.3.3. Učinak krize na gospodarstvo	8
4. Kriza 2008. godine: pretkrizno razdoblje, uzroci i anatomija	10
4.1. Događaji i stanje prije krize 2008. godine.....	10
4.2. Uzroci financijske krize 2008. godine.....	13
4.3. Tijek i razvoj krize	16
4.3.1. Mehanizam razvoja krize - krediti.....	17
4.3.2. Sekuritizacija.....	18
4.4. Globalne posljedice	18
4.4.1. Posljedice na Sjedinjene Američke Države	20
4.4.2. Posljedice na Europu	21
4.5. Utjecaj krize na Republiku Hrvatsku	23
4.5.1. Analiza gospodarstva Republike Hrvatske prije krize	23
4.5.2. Republika Hrvatska za vrijeme krize: kronologija	28
4.5.3. Posljedice krize na Republiku Hrvatsku	29
5. Reakcije makroekonomske politike.....	33
5.1. Osnovni problemi ekonomske politike.....	35
5.2. Karakteristike fiskalne politike u Republici Hrvatskoj.....	37
5.3. Reakcije fiskalne politike u Republici Hrvatskoj.....	39
5.4. Monetarna politika u Republici Hrvatskoj	44
5.5. Reakcije monetarne politike u Republici Hrvatskoj.....	48
6. Zaključak	50
Popis literature	51
Popis slika	56
Popis tablica.....	57
Prilozi	58

1. Uvod

Cilj ovog rada pod nazivom Utjecaj ekonomske krize i reakcije makroekonomske politike u Republici Hrvatskoj je detaljno proučiti što kriza predstavlja za gospodarstvo i koje su posljedice utjecaja iste, odnosno cilj je analiza utjecaja ekonomske krize na Republiku Hrvatsku i reakcije makroekonomske politike. U radu se analizira globalna slika širenja ekonomske krize 2008. godine, te je glavni naglasak rada na analizi utjecaja krize na hrvatsko gospodarstvo te dugoročnih posljedica pada gospodarstva 2009. godine. Uz utjecaj, u radu je također naglasak na reakcijama makroekonomske politike u Hrvatskoj, odnosno analizi uporabe mehanizama fiskalne i monetarne politike te rezultata uporabe istih. Prvo poglavlje objašnjava povijest i anatomiju krize u okviru kretanja krize s gospodarskim ciklusom te se analiziraju osnovni indikatori koji ukazuju na moguće poremećaje u gospodarstvu. Potom se u drugom poglavlju detaljno proučava kriza koja je nastala 2008. godine, događaji prije krize, te uzroci i mehanizmi razvoja krize. Nakon analize strukture krize i kako se razvija, analiziraju se posljedice krize na američko gospodarstvo, a potom i na Europu. Potom, u radu slijedi analiza gospodarstva Republike Hrvatske prije krize, a kasnije kronološki razvoj u Hrvatskoj te posljedice krize na Hrvatsku. U trećem poglavlju se opisuju osnovni problemi ekonomske politike u Hrvatskoj, odnosno karakteristike fiskalne politike s naglaskom na period prije krize, reakcije u periodu krize te posljedice do kojih su te reakcije dovele. Uz analizu fiskalne politike, u radu se također obrađuju i karakteristike monetarne politike u Hrvatskoj te osnovni problemi i reakcije iste za vrijeme krize. Izvori za izradu završnog rada su znanstveni članci kritičara ekonomske politike u RH i sveučilišnih profesora, knjige koje se bave problemima ekonomske politike u Hrvatskoj te internetske stranice koje se bave aktualnim gospodarskim i ekonomskim temama. Motivacija za pisanje završnog rada pod ovim naslovom je proizašla iz velikog osobnog interesa za makroekonomiju, te mogućnosti povezivanja nastavnog sadržaja iste s prošlim i trenutnim stanjem u hrvatskom gospodarstvu. Uočeni tromi napredak i strukturni problemi u Republici Hrvatskoj također predstavljaju motivaciju za izradu završnog rada, a u cilju boljeg poznavanja poteza vladajućih u teškim gospodarskim vremenima.

2. Metode i tehnike rada

U ovom završnom radu koriste se podaci iz znanstvenih članaka, knjiga i internetskih stranica. Stoga, nakon čitanja i istraživanja potrebne literature na temu ekonomske politike i tema o krizi ekonomskih sustava slijedi slaganje koncepta završnog rada. Nakon toga za pisanje se koriste programski alati poput Worda, te Excela za obradu pojedinih podataka i lakši prikaz podataka pomoću grafova i tablica. Također se koristi program Mendeley radi lakšeg praćenja literature, navođenja i sastavljanja literature na kraju završnog rada.

3. Određenje ekonomskih kriza

Pojam ekonomske krize označava pad i zastoj gospodarske aktivnosti, s negativnim posljedicama na razinu proizvodnje, dohotka i standarda života. Označava pogoršanje gospodarskog stanja države i poduzeća, rasta nezaposlenosti, pada BDP-a, deflacije i pada vrijednosti vrijednosnih papira. Postoji određena pravilnost pojave ekonomskih kriza te se veže uz kontinuitet kretanja poslovnog ciklusa ("pojam ekonomske krize - [Www.Enciklopedija.Hr](http://www.enciklopedija.hr)," 2018). Prema F.S. Mischinu Kožljan (2014) krizu definira kao najveći poremećaj na financijskom tržištu uz karakteristiku oštrog pada cijena i vrijednosti imovine te neuspjeh mnogih financijskih i nefinancijskih tvrtki. Slično, Baletić (2009) definira ekonomsku krizu kao monetarni i financijski izraz, zbog tržišnih transakcija koje su uvijek iskazane u monetarnim terminima, dok sam sadržaj i dinamiku određuju realni gospodarski i socijalni procesi. Kriza se sačinjava od prestrukturiranja ekonomskih i socijalnih odnosa, a promjene u takvim odnosima se manifestiraju u ekspanziji iscrpljivanja postojećih resursa i tehnologije te dolazi do smanjenja profita poduzetnika.

3.1. Povijest uzroka ekonomskih kriza

Kroz povijest, krize ekonomskog sustava često su rezultat implozije mjehura cijena imovine ili velikih deprecijacija valuta na deviznom tržištu. Uz devizne krize često se veže pojam bankovne krize koja dovodi do visokih troškova koje snose porezni obveznici. Značajne krize cijena imovine vežu se uz polovicu 1980-ih godina kada je Japan postigao visoke cijene svojih nekretnina i dionica, a isti slučaj se preslikao na susjedne azijske zemlje i neke europske zemlje. Pojam devalvacije veže se uz slabljenje nacionalne valute na deviznom tržištu. Kroz povijest slučajevi devalvacije su se većinom događali u Meksiku, Tajlandu, Maleziji, Indoneziji i Južnoj Koreji. Češće pojave bankovnih kriza se vežu uz 80-e i 90- godine prošlog stoljeća. Bankovni slomovi su se događali u Americi, Njemačkoj i Francuskoj te su često bili uzrokovani sistemskom greškom, uz pojavu valutnih problema Meksika, Finske, Norveške i Švedske. Bankovne krize su također sistematski bile povezane uz imovinske mjehure i azijsku krizu (Kindleberger & Aliber, 2008).

Također uzroci ekonomskih kriza mogu biti oskudica potrebnih dobara za proizvodnju ili hiperprodukcija – slučaj prekomjerne proizvodnje. Dok su djelatnosti u kojima se manifestira kriza različite, to može biti u pojedinom industrijskom sektoru, gospodarstvu određene države ili se može proširiti na cjelokupno svjetsko gospodarstvo. Samo usporavanje gospodarstva je rezultat financijske krize koja označava veliku potražnja za novcem, a u sustavu ne cirkulira

dovoljno novca, u konačnici rezultira padom BDP-a, te uzrokuje inflaciju ili deflaciju (Majstorović, 2014).

Kožljan (2014) navodi prema Mischinu da se financijske krize javljaju kad u financijskom sustavu postoji poremećaj koji rezultira naglim povećanjem problema negativne selekcije i moralnog hazarda na financijskim tržištima. Ista tržišta onda nemaju mehanizme tranzicije sredstava od onih koji štede do onih koji imaju mogućnost kvalitetnog ulaganja.

Nadalje, prema Charlesu Kindlebergeru Jurčić (2011) navodi da se od 1725. godine do sadašnjosti, financijske krize događaju u gospodarstvima kapitalističkih ekonomija u prosjeku svakih osam i pol godina. Odnosno od 1970. do 2008. u svijetu su registrirane 124 bankarske krize, 208 tečajnih kriza, 63 dužničke krize, 42 dvostruke i 10 trostrukih kriza. Krize kao takve ne pogađaju samo razvijena gospodarstva (Finska, Švedska, Amerika, Njemačka), one utječu i na zemlje u razvoju samo s jačim utjecajem negativnosti krize i dužim vremenom potrebnim za oporavak, odnosno recesija traje duže i to stvara velike društvene troškove s utjecajem na povećanje siromaštva. Razlog jačeg utjecaja na zemlje u razvoju je jačanje povezanosti globalnog i financijskog sustava zajedno s dvadesetogodišnjim razvojem globalizacije. Rezultat su novi financijski proizvodi koji su doprinijeli porastu rizika uz dodatnu liberalizaciju tržišta. Razvijeno investicijsko bankarstvo unutar tradicionalnog europskog bankocentričnog sustava doprinosi povećanju financijskih rizika na globalnoj razini, a zemlje u razvoju su jače pogođene zato što ovise o stranom kapitalu koji se može povlačiti (Ilić, 2013).

3.2. Vrste kriza

U prethodnom dijelu utvrđeni su različiti uzroci kriza kroz povijest, dio je pripisan poremećajima na tržištu nekretnina, dio problemima s vrijednostima valute, a međusobna poveznica uzroka su bankarske krize, međutim svaki uzrok ima određen temelj u pojavi prevelike nejednakosti na tržištu. Kroz povijest su se javljali različiti sustavi koji su doživljavali slom u svojoj nemogućnosti zaustavljanja razvoja nejednakosti u društvu (Jurčić, 2009).

Tržišna ekonomija kojoj stremlje većina zemalja u zadnjih nekoliko desetljeća također ima problema s rješavanjem nejednakosti. Proizvodnja koja počiva na kapitalizmu u temeljima ima ugrađene dvije velike vrijednosti, a to su poduzetništvo i poduzetničke slobode te se naziva prva faza kapitalizma. Daljnji razvoj proizvodnje zahtijevao je efikasno financiranje i to dovodi do razvoja financijskih institucija i proizvoda. Nakon što su ljudi otkrili da se veliki novac može steći igrama na financijskome tržištu, proizvodnjom različitih surogata umjesto proizvodnje roba i usluga dolazi do razvoja špekulacijskog kapitalizma i špekulanata. Brokери bez nadzora i regulacija orijentirani na tranzicijske zemlje gdje su oni dominantni poslovni subjekti pretvaraju se u kockare koji se zadužuju i uzimaju tuđi novac bez veće odgovornosti. Povećan

broj takvih transakcija u kombinaciji s razvojem globaliziranosti rezultirao je stvaranjem nejednakosti na tržištu i gospodarskim krizama različitog karaktera (Jurčić, 2009).

Krize se mogu segmentirati u 4 vrste: bankarske, valutne, dužničke i krize povezane sa špekulativnim djelovanjem. Bankarske krize nastaju slomom bankarskog sektora. Banke su poduzeća, stoga su orijentirana na ostvarivanje što većeg profita, uz uvjet omogućavanja društvene likvidnosti i podrške gospodarstvu na području stabilnosti cjelokupnog ekonomskog sustava. Problemi nastaju zbog lošeg poslovanja, problema u financijskim izvještajima i neefikasnog plasmana novčanih sredstava. Navedeni problemi motiviraju štediša da povuku svoje uloge u bankama zbog manjka povjerenja što potencira dodatne probleme i manjak sredstava. Mogući uzroci problema su niske razine BDP-a, visoke kamatne stope, visoka inflacija, prebrza liberalizacija financijskog tržišta, osjetljivost financijskog sustava na manjak i brzi odljev sredstava, loša regulativa, tečajni sustav, manjak usklađenosti aktive i pasive te prijevare i rizici. Takva vrsta kriza je dugotrajna, a njihov učinak se povećava kada počne propadati veliki broj banaka, dok sanacija banaka državnom intervencijom iziskuje velike troškove, te takvi financijski efekti utječu na gospodarski sustav (Kožljan, 2014).

Valutne krize su uzrokovane devalvacijom, naglim padom vrijednosti valute neke zemlje. Česta su pojava u zemljama s fiksnim deviznim tečajem, a prelijeva se iz jednog gospodarstva na druga gospodarstva pomoću međunarodnih financijskih transakcija. Kao uzroci se navode povećana globalizacija, liberalizacija tekućeg i kapitalnog računa, neodržive mjere makroekonomske politike te pojava novih zemalja u procesu tranzicije s loše strukturiranim monetarnim sustavom (Kožljan, 2014).

Dužničke krize nastaju kada gospodarstvo države nema sposobnost podmirivanja obaveza prema inozemnim vjerovnicima u određenom roku i iznosu. Takve krize su utemeljene na deficitima platnih bilanci, a država pozajmljuje sredstva zbog deficita, dok istovremeno nema mogućnost vraćanja duga. Država ulazi u spiralu loših makroekonomskih pokazatelja, lošijeg gospodarskog stanja zemlje, a uz to državi je potrebno novo zaduženje koje povećava rashode i javni dug. Država u tom slučaju povećava svoju osjetljivost na bilo kakvu promjenu kamate ili tečaja, investitori gube povjerenje, stoga dolazi do rasta kamatnih stopa po kojima se država može zadužiti i pogoršanja mogućnosti zaduživanja na inozemnim tržištima (Kožljan, 2014).

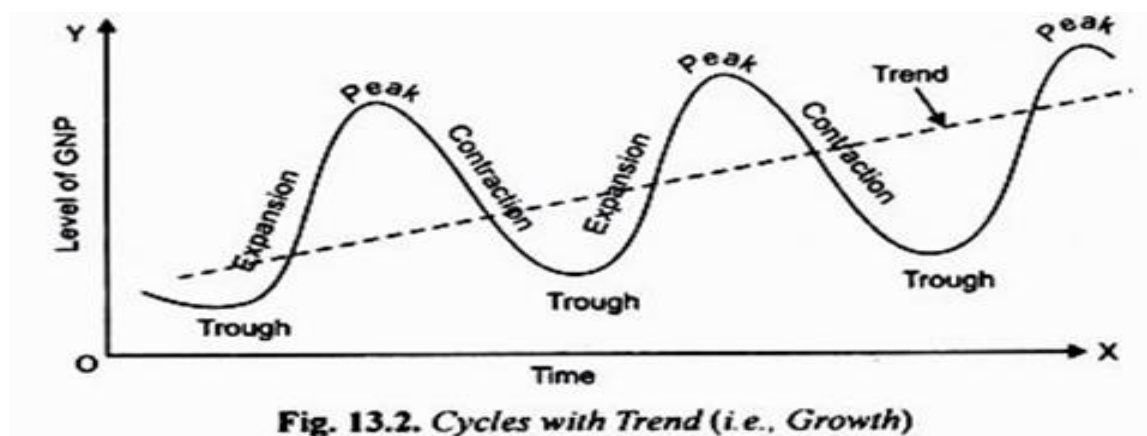
Četvrta vrsta kriza su špekulativne u kojima se trguje imovinom inflacijskog karaktera. Takva vrsta krize je specifična za financijska tržišta, a utječe na cijenu vrijednosnih papira te može doći do rasprsnuća mjehura i velikih ekonomskih poremećaja (Kožljan, 2014).

Navedene vrste krize i njihov početak se može prepoznati kada dođe do recesije. Općenito je moguće razlikovati četiri vrste recesije: „V“, „U“, „W“ i „L“. Recesije s oblikom slova

„V“ su kratkotrajne i njih obilježava nagli pad i potom ubrzani oporavak BDP-a. Takve recesije su blažih posljedica za gospodarstvo, jer je oporavak brz i prirodni BDP se ne mijenja puno. Recesija oblika slova „U“ je slična prethodnom obliku, međutim, tu dolazi do pada BDP-a te se gospodarstvo na kratko zadržava u kontrakciji prije nego što nastupi razdoblje ekspanzije. Oblik recesije s težim posljedicama je recesija s dvostrukim dnom, oblik slova „W“, koju obilježava nagli pad BDP-a, gdje kasnije dolazi do oporavka koji je vrlo slab, a potom nastupa ponovni gospodarski pad. Recesija s oblikom slova „L“ je recesija s naglim padom BDP-a koji onda jako dugo ostaje ispod svoje potencijalne razine i gospodarstvo se ne oporavlja. Također smatra se najtežom vrstom recesije i postoji mogućnost smanjenja potencijalnog BDP-a (Andabaka et al., 2016).

3.3. Anatomija krize

Tržišna gospodarstva obilježavaju konjunkturalni ciklusi, točnije uzlazna i silazna putanja outputa, cijena, kamatnjaka i zaposlenosti. Konjunkturalni ciklusi se mogu definirati kao određeni zaokreti u ukupnom outputu gospodarstva, dohotku i zaposlenosti. Ciklus traje između dvije i deset godina, a može imati karakteristiku ekspanzije ekonomske aktivnosti, a nakon čega dolazi do postepenog usporavanja ili kontrakcije u raznim sektorima gospodarstva, a potom i do usporavanja rasta, ulaska u recesiju i kasnije u depresiju koje gospodarstvo baca na dno. U konjunkturalnom ciklusu se BDP smanjuje, zajedno s zaposlenošću i realnim dohocima, inflacija poprima obilježja deflacije što uzrokuje pad profita i otpuštanja radnika (rast nezaposlenosti). Nakon što dosegne dno kreće oporavak, koji se očituje u laganom rastu gospodarstva koji prati rast agregatne potražnje i rast životnog standarda (Kožljan, 2014).



Slika 1 - Konjunkturalni ciklusi (Business Cycles: Meaning, Phases and Features, bez dat.)

Na slici 1 je prikazana dinamika gospodarstva i njegovi poslovni ciklusi kroz razdoblje. Ciklus počinje ekspanzijom, u toj fazi dolazi do rasta dohotka, zaposlenosti, proizvodnje i kredita sve

do vrhunca svojih proizvodnih potencijala. Nakon toga slijedi recesija, u kojoj se navedeni faktori smanjuju, opada kreditna aktivnost zajedno s padom tečajeva na burzama, sve je popraćeno s padom dohotka, zaposlenosti i proizvodnje. Nakon recesije počinje faza depresije koju karakteriziraju loši makroekonomski učinci i pokazatelji gospodarstva. Recesija i ekspanzija čine najvažnije sastavnice ciklusa, a vrh i dno poslovnog ciklusa označavaju amplitudu, koja opisuje intenzitet razlika između dva ciklusa. Promjene između dva ciklusa uzrokuju dinamičko kretanje gospodarstva tijekom razdoblja (Kožljan, 2014).

3.3.1. Indikatori krize

Kriza i krediti su izrazito povezani, vrlo važan indikator krize je ponuda kredita koja se povećava kada je gospodarstvo u procvatu ili ekspanziji, a ponuda pada kada dolazi do ekonomskih usporavanja. Kada nastupa ekspanzija investitori optimističnije gledaju na budućnost i profitabilnost investicija i smanjuje se nesklonost riziku, te dolazi do porasta količine zajmova što omogućuju financiranje i rizičnijih investicija. Pogoršanjem ekonomskih uvjeta, smanjuje se optimizam, dolazi do određenih gubitaka te nastupa povećanje opreznosti prilikom ulaganja. Takvo procikličko kretanje kredita koje prati kretanje gospodarstva kroz povećanje i smanjene ponude kredita dovodi do smanjenja stabilnosti financijskih aranžmana i veće vjerojatnosti nastupa financijske krize. Budući da se uzrok krize može povezati s nekim egzogenim šokom (visoki rast cijena nekretnine, ekspanzije proizvodnje, promjena tečaja), pretkrizno razdoblje se može uočiti kada se šok hrani ekspanzijom bankovnog kredita i euforijom zajmodavatelja (Kindleberger & Aliber, 2008).

Rastom ponude kredita i euforijom nakon nekog vremena dolazi do povećane potražnje koja nadmašuje sposobnost proizvodnje. Rastom potražnje i pomakom krivulje potražnje u desno pri konstantnoj ponudi dolazi do rasta cijena proizvoda, što privlači više investicija poduzeća. Porast investicija dovodi do rasta nacionalnog dohotka koji pobuđuje dodatno investiranje i ubrzava stopu rasta nacionalnog dohotka. Također takvo razdoblje prati moguće stanje euforije, budući da postoji rast profita u poduzećima, uzrokovan rastom cijena. Investitori žele iskoristiti takvo stanje te kupuju robe i vrijednosne papire zbog očekivanog povećanja cijena vrijednosnih papira i roba (Kindleberger & Aliber, 2008).

Kontinuirani i nekontrolirani razvoj takve situacije dovodi do razvoja špekulativnog trgovanja, koje označava kupovanje robe zbog kapitalnog dobitka i povećanja cijene te ponove preprodaje, a ne radi investicijskog dohotka. Pretkrizno razdoblje prelazi u krizu kada dođe do određenog incidenta i pada povjerenja u sustav što potiče investitore da prodaju robu, dionice, mjenice i nekretnine. Porast ponude pomiče krivulju ponude u desno, a smanjene potražnje krivulju potražnje u lijevo, zbog pada potražnje i porasta ponude dolazi do pada cijena.

Povećavaju se gubici banaka, propadaju trgovačke kuće, banke i poduzeća. Kreditni sustav je nesiguran i raste potražnja za likvidnošću (Kindleberger & Aliber, 2008).

3.3.2. Kretanje krize sa gospodarskim ciklusom

Kako se gospodarstvo približava vrhuncu ekspanzivnog dijela gospodarskog ciklusa, približava se punoj zaposlenosti rada i kapaciteta, te dolazi do povećanja nadnica, što povećava troškove i poslovne rizike. Sljed takvih procesa utječe na profit čija razina više nije dovoljna za poduzetnike i vlasnike kapitala. Sljedeća reakcija je smanjene zaposlenosti i proizvodnje, smanjenje novih investicija, što proširuje razlike između tržišne ponude i potražnje, te rezultira slomom kreditnog sustava i povlačenjem novca iz opticaja. Povlačenje novca dovodi do nelikvidnosti i problema s plaćanjima, smanjenja cijena i profita. Proizvodnja se smanjuje i proizvod teže nalazi kupca, odnosno dolazi do hiperprodukcije (Baletić, 2009).

Kriza takvog opisa je kriza neravnoteže ili nejednakosti potražnje i ponude, odnosno postoji višak ponude proizvoda i nezadovoljenje potražnje za njima. Potražnja ima višak štednje, ponuda višak kapaciteta i zaposlenosti, te pada motivacija za dodatno investiranje. Cjelokupna gospodarska aktivnost se smanjuje, što u konačnici dovodi do stagnacije. Takvo stanje je štetno i može biti dugotrajno, sve dok se ne počnu stvarati povoljniji uvjeti investiranja i dođe do rasta potražnje (Baletić, 2009).

Ključni čimbenici u razvoju krize s gospodarskim ciklusom su raspad kreditnog sustava, pad cijena imovine i proizvoda, smanjeno korištenje poslovnih kapaciteta i povlačenje novca. Isti imaju najjači negativni učinak na razinu tekuće gospodarske aktivnosti, a smanjeni utjecaj na realnu vrijednosti materijalne i financijske imovine. Stanje kriza pokreće opći proces ponovnog vrednovanja i preraspodjele realnih vrijednosti. Jedna od karakteristika takvog stanja su špekulativni procesi, koji zbog masovnih stečajeva i pada vrijednosti imovine mogu stvoriti korist sudionicima takvih procesa u poslovnim aktivnostima kada stagnacija prođe i započne novi proces oporavka (Baletić, 2009).

3.3.3. Učinak krize na gospodarstvo

Kriza ima najjači učinak na zemlje u tranziciji, njihova nestabilnost zbog uvođenja novih tržišnih sustava, liberalizacija tržišta i ovisnost o inozemstvu stvaraju velike probleme prilikom pojave globalne krize. Njihov dotadašnji razvoj je ugrožen zbog sljedećih posljedica krize na gospodarstvo: rast nezaposlenosti i siromaštvo, sporiji gospodarski rast, pad investicija, rast deficita platne bilance, smanjene otvorenosti drugih zemalja što direktno utječe na izvoz, manje kredita, smanjene prihoda, problemi u industriji, poljoprivredi i turizmu. Takav širok spektar faktora na koje utječe kriza dovode do recesije (Majstorović, 2014).

Kriza koja uzrokuje recesiju donosi jače negativne posljedice nego recesija normalnog gospodarskog ciklusa te kao takva rezultira u jačem padu potrošnje, investicija, industrijske proizvodnje, zaposlenosti, izvoza i uvoza. Potrošnja zna deset puta više pasti nego kada je recesija normalni dio ciklusa. Recesija u kombinaciji s krizom nosi dugotrajno i bolno razdoblje oporavka koje utječe na životni standard, domaću potražnju i kredite (Majstorović, 2014).

4. Kriza 2008. godine: pretkrizno razdoblje, uzroci i anatomija

Prve krize gospodarskih sustava se pojavljuju u 12. stoljeću kada većinu kriza potiče siromaštvo, vjersko opredjeljenje i ratovi. Prva kriza povezana s financijskim sektorom nastaje u Genovi 1620. godine, kao rezultat trgovanja zlatom i srebrom te prelijevanja krize iz Španjolske s kojom je Genova imala jake veze. Također specifična kriza se dogodila i u Nizozemskoj koja je imala dobru kontrolu nad Atlantikom i pokušavala privući američko zlato i srebro. Uzrok krize je bila euforija na neuređenom tržištu nastala zbog biljke, lukovice tulipana, te je ista bila dobar proizvod za cjenovno špekuliranje koje je mnogostruko povećavalo cijenu tulipanu (Kožljan, 2014).

Prije krize 2008. godine, kriza pod nazivom Velika depresija je obilježila 30-e godine prošlog stoljeća, a ista je bila temeljena na politici niskih kamatnih stopa. Takva politika je kreirana od strane Sustava federalnih rezervi (FED) i uzrokovala je euforiju za nekretninama i ubrzan rast cijena dionica preko noći povezan s dijeljenjem kredita svima koji to žele. Nakon pada potražnje za nekretninama, kontinuirani rast cijena nekretnina je održavao mjehur euforije i rasta. Daljnje poticanje pozajmljivanja i rasta tržišta dionica dovelo je do ogromnih profita. Kada su porasle cijene goriva i pala potražnja za automobilima, FED je podigao kamatnu stopu i potaknuo opću paniku na financijskim tržištima. Propast nekoliko stotina banaka povezan s padom tečajeva, rezultirao je brzinskom prodajom udjela koji su investitori imali te doveli do još bržeg pada tečajeva i propasti ukupno četiri tisuće banaka. Financijski kolaps se prelio na gospodarski sektor i rezultirao propadanjem raznih industrija (Kožljan, 2014).

4.1. Događaji i stanje prije krize 2008. godine

SAD je kako bi pokrenuo izlazak iz velike ekonomske krize, 1932. osnovao FNMA (*Federal National Mortgage Association*), agenciju za garantiranje hipotekarnih kredita, popularno zvanu *Fannie Moe*. Cilj stvaranja takve agencije je bio potaknuti da poslovne banke daju kredite za stambenu izgradnju, a kredite će osigurati FNMA. Razlog tome je karakteristika stanogradnje koja je radno intenzivna djelatnost, čiji rast dovodi do povećanja zaposlenosti, dohodaka i potražnje što dodatno daje impuls povećanju proizvodnje i zaposlenosti te pomaže privredi da izađe iz krize. Kako bi osiguranje kredita funkcioniralo FNMA je propisala stroge

uvjete u kojima mjesečna otplata ne smije prelaziti 30% primanja zajmoprimca, međutim kada banka isporuči hipotekarni zajam, ne može dati drugi jer nema rezervi (Babić, 2008).

Uz *Fannie Moe*, predsjednik Roosevelt je predložio još nekoliko mjera za izvlačenje SAD-a iz velike depresije. Jedna od njih je uz sanaciju i otkup dionica pojedinih nestabilnih banaka radi održavanja solventnosti, bio i *Glass – Steagallo* zakon o bankama u kojem se bankama uvjetovao odabir hoće li biti investicijske ili komercijalne. Također uvedena je zabrana kamata na pologe po viđenju, dok je Federalna korporacija za osiguranje depozita (FDIC) bila zadužena da jamči za pologe. Komercijalno poslovanje su odabrale banke *Chase* i *City*, dok su banke *Lehman Brothers*, *Goldman Sachs* i *Morgan Stanley* postale investicijske (Kožljan, 2014).

Nakon oporavka američkog gospodarstva, te poslije 2. svjetskog rata i nekoliko svjetskih kriza povezanih sa zemljama Latinske Amerike, Azije, ali i zemljama izvoznice nafte razvilo se špekulativno poslovanje. Takvo poslovanje je našlo svoj temelj u deregulaciji i nekontroliranom priljevu inozemnog kapitala na američko financijsko tržište. Vrlo važne su dvije zakonske promjene koje su omogućile špekulantima razvoj poslovanja, 1980. godine su djelomično, a 1999. ukinuta pravila iz saveznog zakona iz 1933. godine – *Glass Steagal Act*, čijim je ukidanjem bilo omogućeno komercijalnim bankama, ali i nekim specijaliziranim agencijama da se bave investicijskim bankarstvom. Takva promjena je omogućila bankama prestanak konzervativnog načina razmišljanja o novcu štediša, te su banke počele ulaziti u visoko rizične poslove zbog visokih profita, poput investicijskih banaka. Sličan postupak se dogodio i 2004. godine kada je između SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*) i pet velikih investicijskih banaka s imovinom većom od pet milijardi američkih dolara) nastupio dogovor koji je omogućio bankama da se oslobode ograničenja vezanih uz iznos duga s kojim se mogu nositi. Dogovor je omogućio ulaganje velikog dijela rezervi, koje su služile kao sigurnosna poluga u slučaju propasti vrijednosti imovine banke. Odnosno kada nastupi kriza, štediše i deponenti prvo pohitaju u banke po svoj novac, a banka mora biti dovoljno likvidna da isplati pripadajući novac, *debt to capital ratio* porastao je s 12:1 na 30:1. Ukidanjem navedenih zakona i pravila povećao se opseg aktivnosti kojima su se banke mogle baviti (Mlikotić, 2011).

Sličan postupak se već provodio u Europi 80-ih godina te je omogućio brzi razvoj inovacija na financijskom tržištu, ali i potencijalni razvoj nedostataka u području mehanizama koji bi kontrolirale nove oblike financijskog poslovanja. Manjak kontrole je uzrok bankrota *hedge* fonda¹ *Long-Term Capital Management*. Takav razvoj zakonodavnih okvira u tom

¹ Hedge fondovi su investicijski fondovi zbog prikupljanja sredstava investitora radi daljnjeg plasmana. Djeluju na financijskom tržištu iako se nasuprot ostalih ne pridržavaju ograničenja niti prihvaćaju nadzor regulatornih agencija (Mijatović & Špoljarić, 2011).

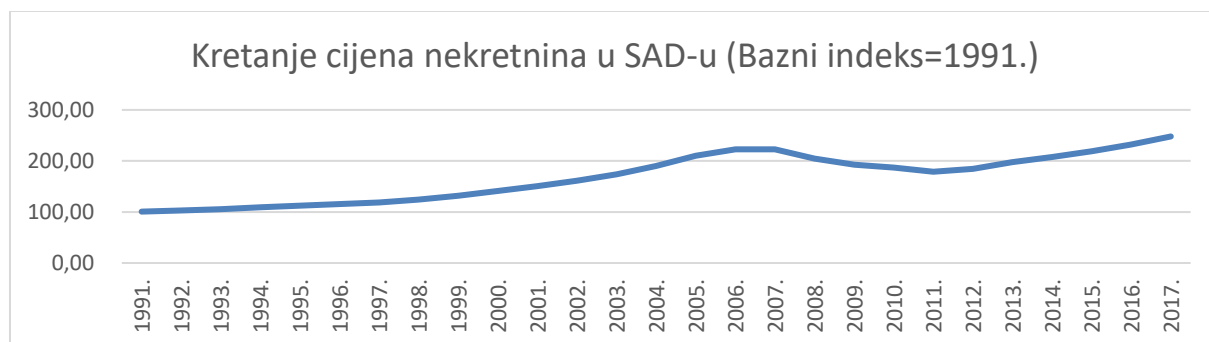
smjeru omogućio je lakše zaduživanje banaka i povećao njihovu spremnost na dijeljenje kredita kućanstvima (Mlikotić, 2011).



Slika 2 - Kretanje kamatne stope FED-a u SAD-u (United States Fed Funds Rate, bez dat.)

Uz reforme fiskalne prirode kao što su smanjene poreza na dohodak i poreza na kapital i imovinu, razvoj jakog američkog gospodarstva omogućile su krize u Aziji i Rusiji kada je došlo do priljeva velike količine inozemnog financijskog kapitala na američko tržište. Početak 2000-ih obilježavaju teroristički napadi 2001. godine te slom IT tržišta, nakon toga FED je zbog opasnosti od recesije provodio ekspanzivnu monetarnu politiku. Potom je to uzrokovalo pad kamatnih stopa sa 6,25% na 1%, odnosno pad na najniže razine stopa u zadnjih nekoliko desetljeća (Mlikotić, 2011).

Došlo je do povećanja broja profitabilnih investicija koje je bilo praćeno snažnim rastom potrošnje i izrazito jakom kreditnom ekspanzijom. Potrošnja i kreditna ekspanzija su bili temelji snažnog ekonomskog rasta i niske stope zaposlenosti, ali i gomilanju dugova prema inozemstvu. Gradnja nekretnina također ima jak utjecaj na zaposlenost, dohotke i potražnju, zbog uvjeta demografije na tržištu nekretnina, stvarna potražnja je prisutna. Sektor gradnje se povezuje s tekućom potrošnjom i osiguranjima te se može smatrati jednim od temeljnih generatora gospodarskog rasta (Mlikotić, 2011).



Grafikon 1 – Kretanje cijena nekretnina u SAD-u (Bazni indeks=1991. godina) – Izrada studenta prema: House prices worldwide, www.globalpropertyguide.com (bez dat.), [excel datoteka USA]

Grafikon 1 prikazuje cijene nekretnina koje su bile u kontinuiranom porastu od 1991. godine, odnosno došlo je do dvostrukog povećanja cijena u malo više od desetak godina. Takvo ponašanje cijena je rezultat više razloga, navedeno smanjene kamatnih stopa je omogućilo financijskim slabijim kupcima lakšu kupovinu potrošnih dobara, ali i stambeno zbrinjavanje, točnije podizanje povoljnih kredita za kupnju automobila i stanova. Vlasništvo vlastite nekretnine je bio fokus većine građana SAD-a, stoga su i institucionalni ulagači plasirali gotovinu u obliku zajmova i išli u korak s ekspanzivnom monetarnom politikom – na takav način su u sustav ubacili više od deset tisuća milijardi dolara. Kontinuirani rast cijena nekretnina se očekivao i u budućnosti stoga su potrošači s nižim prihodima krenuli u proces uzimanja kredita kako bi si osigurali povoljnije nekretnine i kredite (Mlikotić, 2011).

Prije samog početka financijske krize pojavio se novi vrlo važan faktor koji je potencirao katastrofalne posljedice, odnosno zbog velike potražnje za kreditima počeo je plasman velikog broja rizičnih bankarskih proizvoda, drugorazrednih hipoteka – „*subprime mortgages*“. Tijekom 2005. i 2006. plasiran je velik broj takvih hipoteka, u vrijednosti od tisuću milijardi dolara. Zajmovi su sekuritizirani i prodani investitorima, odnosno kao temeljna točka za plasman različitih deriviranih proizvoda (*Credit Default Swap, Collateralized Debt Obligations*). Takve proizvode su agencije poput *Moody's-a* ili *Standard & Poors-a*, ocjenjivali s ocjenom AAA, odnosno investitori su bili osigurani jer je ocjena bila kvalitetna, te se proizvod dalje mogao prepakirati i prodavati. Drugorazredne hipoteke su uzrokovale poremećaje iako se vjerovalo da s razvojem tržišta kapitala rizik se može samo prosljeđivati. Dok su agencije za procjenu rizika sa svojim nepouzdanim ocjenjivanjem išle na ruku investitorima kojima je bilo u cilju preprodavati loše zajmove drugim investitorima te ostvariti velike profite (Mlikotić, 2011).

4.2. Uzroci financijske krize 2008. godine

Uzrok kolapsa na financijskom tržištu i prelijevanja na realni sektor s velikim i teškim posljedicama na gospodarski sektor mnogi vide u sustavu koji je omogućio u prethodnom poglavlju navedene promjene i stanje prije krize. Točnije, kao uzrok se navodi neoliberalistički ekonomsko politički sustav, koji je dobio na značaju nakon pada socijalizma te označavao nit vodilju prema kamo uređenje svijeta treba stremiti. Temelj takvog sustava je bila snaga „nevidljive ruke“ slobodnog tržišta koja će osigurati određen mir i stabilnost. Kretanje razvoja država je bilo vođeno konceptima privatizacije, liberalizacije i deregulacije, a rast će nastupiti kao produkt stanja na tržištu, odnosno, slobodno tržište je postalo uzor efikasnosti, slobode i modernizacije (Jurčić, 2011).

Takav način razmišljanja je uzrokovao ubrzani razvoj neoliberalizma kao skupa ekonomskih politika, koje su se temeljile na skupu mjera pod nazivom *Washington consensus*.

Mjere su obuhvaćale područje fiskalne politike, javne potrošnje, porezne reforme, tečaja, kamatnih stopa, liberalizacije, privatizacije i zakona. Stoga je temelj neoliberalizma razvoj tržišta i ograničenje uloge države. Međutim, neoliberalizam je sadržavao faktore koji su mogli razviti negativne utjecaje na tržišna gospodarstva kao što su velika povezanost i ovisnost. Faktori koji su doprinijeli razvoju takvih osobina su informatička revolucija i globalizacija. Kombinacijom navedenih čimbenika došlo je do još dublje društvene polarizacije između država, ali i građana, uz daljnje ugrožavanje eko-sustava te nestabilnosti globalnog financijskog sustava. Nestabilnost se temeljila na neoliberalnim reformama, a SAD je bio predvodnik reformi s naglaskom na potrošnju, zaduživanje, deregulaciju. Dok je razvoj financijskih tržišta doveo do razvoja rizičnih inovacija na području vrijednosnih papira, smanjenja poreznog opterećenja i već navedene ekspanzivne monetarne politike, odnosno politike niskih kamatnih stopa (Majstorović, 2014).

Takav razvoj ekonomske politike je utemeljio predsjednik Federalnih rezervi SAD-a Alan Greenspan, koji je zagovarao niske kamatne stope. Uz kamatne stope neki od uzroka su niska financijska pismenost američkih domaćinstava i financijske inovacije koje su rezultirale masovnom sekuritizacijom nelikvidnih sredstava. Jedan od čimbenika je manjak financijskih znanja koji je rezultat loše informiranosti i nedostatak dugoročnog pogleda na financijsku održivost. Navedeno je uzrokovalo mogućnost dobivanja hipoteke po niskim stopama uz rok otplate od 30 godina. Većinu korisnika drugorazrednih hipoteka su činili korisnici s velikim neznanjem u području financija, složenih kamata i inflacije. Drugi čimbenik su financijske inovacije i brz prijelaz s nelikvidnih sredstava u likvidna koji omogućuje razvoj tržišta kredita prema riskantnim zajmoprimcima. Treći čimbenik je omogućio likvidnost, odnosno nakon „dot.com“ krize 2000. godine i terorističkog napada 2001. godine, rješenje problema recesije je bilo ubrizgavanje novca u sustav i snižavanje kamatne stope. Takvim načinom ulagači nisu imali velike povrate na običnim ulaganjima stoga su se odlučivali na rizičnija ulaganja u želji za većim prinosom i profitom. Niske kamatne stope su privukle zajmoprimce, koji su htjeli jeftino sebi i svojoj obitelji osigurati nekretninu za život, a porast potražnje za istima je omogućio rast cijena nekretnina (Majstorović, 2014).

Takva politika je omogućila osobama s niskim prihodima da kreditom steknu određenu nekretninu, što je rezultiralo već spomenutim velikim količinama plasiranih drugorazrednih hipoteka („*subprime mortgages*“). Nakon objašnjenja prve razine uzroka krize, odnosno neoliberalne doktrine, te druge razine uzroka kao što su karakteristike sustava u kojem se razvila krize, postoji i treća razina uzroka, a to su drugorazredne hipoteke koje su pogodovala razvoj raznih financijskih derivata. Drugorazredne hipoteke se definiraju mehanizmom osiguranja kredita, odnosno podizanjem kredita, zajmoprimac mora imati instrumente osiguranja (hipoteka, jamac, tekući prihod i posao, određene omjere mogućnosti opterećenja

plaće kreditom). Rastom potražnje za kreditima, ali i privlačenjem klijenata od strane banaka te ublažavanjem uvjeta pod kojima se moglo dolaziti do kredita, rastao je i profit banaka. Budući da banke imaju određene rezerve koje s ekstenzivnim davanjem kredita popunjavaju, banke su nakon nekog vremena prodavale ugovore o hipotekarnim zajmovima (hipoteke uz diskont) investicijskim bankama na sekundarnom tržištu, koje je ostvaruju velike profite čak i uz vrlo male diskonte jer se radi o velikim cijenama i iznosima. Takvim sustavom se plasirao velik broj drugorazrednih hipoteka, točnije petina odobrenih kredita u SAD-u je bilo iz tog razreda. Zajmovi su bili sekuritizirani i dalje prodani investitorima iz kojih su se kreirali različiti derivirani proizvodi, već spomenuti *CDS, CDO-s* (Mlikotić, 2011).

Derivirani proizvodi su bili produkt razvoja terminskih poslova, odnosno špekulativnih poslova, vrste kockanja na financijskim tržištima. Navedenim poslom su se bavile investicijske banke i terminski poslovi su označavali kupnju vrijednosnice sada (na spot-tržištu), s njezinom isporukom u nekom budućem roku. Kod takvih poslova razvijeni su novi proizvodi, financijski derivati, *futures, swaps, options*. Terminska tržišta su se najbolje razvijala kupovanjem vrijednosnica na kredit ili uz marginu. Margina je označavala postotak učešća, koji kupac mora uplatiti u novcu pri kupovini vrijednosnog papira. Primjerice, uz marginu od 25%, vrijednosni papir po cijeni od 100 dolara, kupac plaća samo 25 dolara, dok 75 dolara dobiva na kredit od brokera. Kako bi se osigurao kredit, kupac mora deponirati vrijednosni papir u iznosu od 100 dolara. Kredit se osigurao vrijednosnicom, a kupac je za 25 dolara kupio vrijednosnicu od 100 dolara gotovinom ili kreditom. Analogno, kupac za 100 dolara može kupiti 400 dolara vrijednosti vrijednosnih papira. Dakle, kupac pomoću financijske poluge može kupiti veći iznos vrijednosnica nego što trenutno posjeduje gotovine. Špekulantima pogoduje takav sustav uz ekspanzivnu monetarnu politiku i niske kamatne stope po kojima se mogu zadužiti. Daljnjim rastom cijena vrijednosnica špekulanti na strani investicijskih banaka dobivaju ogromne nagrade poput bonusa i slično (Babić, 2008).

Vrijednost isplaćenih bonusa na Wall Streetu je iznosila 33 milijarde dolara, a investicijske banke poput *Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers* i *Bear Sterns* su 2008. godine isplatile 20 milijardi dolara bonusa zaposlenicima, unatoč gubitku od 26 milijardi dolara te ih je država morala spašavati (Mlikotić, 2011).

Potražnja za vrijednosnicama raste zbog visokih premija, a vrijednost istih se povećava kao balon. Kada balon prsne, vrijednost počinje padati, padom cijene sa 100 dolara na 80, broker naziva špekulanta, zbog pada vrijednosti položenih vrijednosnica, da uplati gotovinu kako bi polog bio dovoljan za osiguranje kredita. Budući da je špekulant sav novac uložio u vrijednosnice, on nema novca za doplatu pologa, stoga traži od brokera da proda dio vrijednosnica, međutim to rade svi špekulanti i dolazi do povećanja ponude vrijednosnica, odnosno pada im cijena. Takvim razvojem događaja dolazi do prvog koraka prema kolapsu

financijskog sektora, pucanjem balona. Budući da između brokera i špekulanta i dalje stoji kredit koji se ne može otplatiti, te banka ne dobiva uredne otplate, dolazi do problema s likvidnošću. Neplaćanje kredita, dovodi do smanjenja kapitala, pa banke moraju smanjiti davanje kredita, još veći problem se javlja kad je iznos zajmova veći od kapitala. Banka odlazi u stečaj, pada povjerenja štediša te dolazi do sistemske krize. Država u tom slučaju mora dokapitalizirati banku da ne dođe do bankrota, te banka prelazi u državno vlasništvo. Smanjenje ponude kredita, utječe na manju proizvodnju, što rezultira nezaposlenošću pa recesijom (Babić, 2008).

4.3. Tijek i razvoj krize

Tijekom 2003., 2004. i 2005. cijene nekretnina su bile obilježene ogromnim porastom, rastom koji je bio viši od porasta primanja kategorije stanovništva koja su iskoristila povoljnu ponudu kredita. Gradnja nekretnina se ubrzano razvijala te je ponuda nekretnina premašila opću potražnju za stambenim prostorom. Nakon rasta kamatne stope mnogi dužnici nisu imali mogućnost otplaćivati rate kredita, te početkom 2006. dolazi do porasta u neredovitosti otplaćivanja rata drugorazrednih kredita. Njihov nedostatak likvidnosti uz pad cijena nekretnina doveo je do smanjenja potražnje za vrijednosnim papirima koji su sadržavali drugorazredne hipotekarne kredite. Investitori su ih morali prodavati uz kontinuirani pad cijene, što je snižavalo njihovu cijenu te povećavalo gubitke (Benolić, 2012a).

Cijene nekretnine su postigle najvišu cijenu u srpnju 2006. godine kada je krenuo strmoglavi pad, koji je uzrokovao slom tržišta drugorazrednih hipoteka u kolovozu 2007. godine. Tijekom 2008. godine nastavio se daljnji pad cijena u iznosu od 17%, te je 40% drugorazrednih hipoteka iz 2006. godine postalo toksično do polovice 2008. godine. U kolovozu 2007. godine središnja banka je krenula s potezima, osiguravajući velike količine rezervi kao rješenje napetosti na tržištu međubankarskog pozajmljivanja. Također narasla je tromjesečna stopa nasuprot dnevnih stopa vraćanja međubankarskih zajmova, te se produljio rok otplate na vrijednosne papire vladinih agencija SAD-a. Ulagači nisu više ulagali u vrijednosnice osim u državne vrijednosne papire (Majstorović, 2014).

Razlog takvog pada cijena u 2007. godine su novi računovodstveni propisi doneseni u veljači 2007. godine koji su postavili novo vrednovanje aktive prema tržišnom tečaju. Banke su tada morale u bilancu vratiti sekuritiziranu aktivu koja je nastala pretvorbom hipotekarnih kredita u nove financijske proizvode. Poslije toga investicijska banka *Bear Sterns* objavljuje propast dvaju *hedge* fondova koji su se bavili investicijama u *subprime* kredite. Kasnije porastom broja neplatiša počela je masovna pljenidba nekretnina koje se nisu mogle otplaćivati (Kožljan, 2014).

U rujnu 2008. godine kriza se raširila s negativnim posljedicama na gospodarstvo. Nastupila je teška kreditna kontrakcija, pad vrijednosti na burzama diljem svijeta i kolaps velikih svjetskih financijskih institucija. Došlo je do pada povjerenja, pada cijena vrijednosnica, dok kamatne stope na međubankovne kredite i državne vrijednosnice u rujnu i listopadu dosežu vrlo visoke stope. Loši rezultati realnog sektora i pad povjerenja investitora dovode do panične prodaje vrijednosnica, što dovodi do pada vrijednosti dionica u iznosu od 10 000 milijardi dolara. Pred financijskim krahom i stečajem našle su se financijske institucije poput *Fannie Mae* i *Freddie Mac*, koje su imale u vlasništvu pola hipotekarnih zajmova u SAD-u. Vrijednost istih je iznosila 5 000 milijardi dolara, uz osiguravajuće društvo *AIG* s tisuću milijardi dolara vrijednom imovinom. Uz bok *AIG*-u su bili i *Citigroup*, *Lehman Brothers*, *Washington Mutual*, te je država morala intervenirati ubrizgavanjem 150 milijardi dolara u *AIG*, te s jamstvom u iznosu od 306 milijardi dolara i investicijom u *Citigroup* u iznosu od 20 milijardi dolara. *Lehman Brothers* i *Washington Mutual* proglasili su bankrot, te je započelo razdoblje kraja neovisnog bankarstva u SAD-u. Kriza se raširila na japanski i europski sustav, pa je *ECB* morala pozajmiti 500 milijardi dolara europskim poslovnim bankama (Mlikotić, 2011).

4.3.1. Mehanizam razvoja krize - krediti

Razlozi takvih katastrofalnih posljedica, s impulsnim širenjem krize s financijskog sektora na realni, te daljnji razvoj i tijek na svjetsko gospodarstvo leže u povećanim gubicima na američkom hipotekarnom tržištu. Kriza je dobila puni zamah kada je *AIG* priznao da su u tehničkim rezervama jamstvo bile špekulativne vrijednosnice – *subprime* krediti. Niz takvih faktora doveo je do recesije i pada cijena nafte 2008. godine. Također došlo je do pada ponude potrošačkih kredita što je bilo povezano s kreditnom kontrakcijom. Uz ubrizgavanje ogromnih iznosa u posrnule financijske institucije *FED* je nastojao smanjiti kamatne stope, te je formirao fond za dokapitalizaciju, odnosno spas bankarskog sektora (Kožljan, 2014).

Pad cijena nekretnina koji je rezultirao pucanjem balona na tržištu vrijednosnica bio je produkt sustava u kojem su burzovni mešetari nudili zajmoprimcima *subprime* hipotekarne kredite s progresivnom kamatnom stopom na iznos koji je promašivao cijenu nekretnine. Takav rizik je bio pogodan, zato što je ugovorno bio određen rast ugovorene kamatne stope sa 3,7% na 8%. Davateljima kredita je bilo bitno da se dio duga plati, dok je glavnica bila izvan fokusa, a dužnik je uglavnom plaćao kamatu, zbog pretpostavke rasta cijena nekretnina u budućnosti. Domaćinstva su se zaduživala preko razine dohotka koje primaju, te je prve dvije godine otplate bila ugovorena fiksna kamatna stopa, nakon koje je kamatna stopa postala fluktuirajuća. Takva praksa je dovela do globalne lančane reakcije putem hipotekarnih izvedenica u koje su ti hipotekarni zajmovi bili zapakirani. Banke su se spasile zahvaljujući

FED-u, koji je refinancirao investicijske banke i dao 250 milijardi dolara jamstva američkim financijskim institucijama (Kožljan, 2014).

4.3.2. Sekuritizacija

Uz *subprime* kredite jedan od čimbenika razvoja krize te temelj osiguranja novca za stvaranje drugorazrednih hipoteka je pojam sekuritizacija. Proces koji podrazumijeva emitiranje dužničkih vrijednosnih papira temeljem nekih potraživanja, koja se tijekom vremena polako pretvaraju u novac. Banke su kreirale vrijednosne papire i derivate temeljene na drugorazrednim kreditima, te su ih prodavale investicijskim fondovima i drugim kreditnim institucijama koje su se zaduživale da bi kupovale emitirane financijske derivate. Banke su na takav način ponovo dobivale novac koji bi koristile za kreditiranje novih zajmoprimaca. Takvim načinom poslovanja rizik se prenosi s institucije na instituciju, grupiranjem različitih potraživanja s obzirom na rizik, te se plasiraju na tržište u obliku različitih vrijednosnih papira. Poslovanje s hipotekarnim kreditima je bilo omogućeno pomoću institucije *Government National Mortgage Association*, pomoću kojeg se stvorio standardizirani mehanizam za grupiranje hipoteka u vrijednosne papire. Inovacija je bila odlično primljena jer je država jamčila za isplatu kamata i glavnica (Benolić, 2012a).

Kasnije Fannie Mae i Freddie Mac dvije velike američke tvrtke su stvorile vlastite hipotekarne vrijednosnice (MBS), koje su investitori po stupnju rizika izjednačavali kao da ih jamči država. Razlozi takvog intenzivnog korištenja sekuritizacije je mogućnost korištenja financijske poluge, međutim financijski posrednici provode vrlo slabu kontrolu ponašanja prvog zajmoprimca. Važna je i uloga rejting agencija koje se financiraju od strane poduzeća čije vrijednosne papire procjenjuju, stoga je došlo do pojave sukoba interesa. Rejting agencije su dovele u zabludu velik broj investitora. Kvalitetnom procjenom skupine vrijednosnih papira koji su zapravo bili vrlo rizični s vrlo malom mogućnosti povrata investicije i zarade za krajnjeg investitora (Benolić, 2012a).

4.4. Globalne posljedice

Bankrotom investicijskih fondova i banaka u Americi, došlo je do usporavanja gospodarskih aktivnosti. Financijski krah na tržištu izazvao je pad potrošnje te uz kolaps investicijskih banaka rezultirao smanjenjem proizvodnje i uvoza. Kriza se prelila u svijet, Europu i Aziju, širenjem loših hipotekarnih kredita. Slomom su europski i azijski ulagači izgubili svoj uloge, dok su izvoznici zbog smanjenja američke potražnje i uvoza izgubili znatan dio tržišta. Gubitak je doveo do proširenja financijske krize i u Europi i Aziji, a smanjenje izvoza smanjilo je proizvodnju. Dodatne otegotne okolnosti krize su činjenice da su ljudi poneseni

burzovnom euforijom, ušteđevinu ulagali u vrijednosne papire koji su donosili veliku zaradu. S pozitivnim očekivanjima rasla je i potrošnja pa su ljudi kupovali na kredit kuće, stanove, automobile, uređaje i odjeću. Takva situacije je povećavala inozemno zaduživanje i proizvodnju, dok su fond menadžeri mirovinskih fondova ulagali štednje osiguranika u brzorastuće vrijednosne papire. Nakon sloma, ljudi gube štednju, pad potražnje dovodi do otkaza u tvornicama i poduzećima. Otkaz uzrokuje neplaćanja kredita pa onda u konačnici i gubitka auta, kuće ili stana, na takav način kriza je dovela do velikog broja ljudskih tragedija (Jurčić, 2009).

Pod pritiskom kolapsa koji je nastao i teških posljedica krize razvijene zemlje su pokušale započeti oporavak financijskih tržišta i gospodarstava. Oporavak je iniciran davanjem jamstava za štedne depozite i međubankovne posudbe, dokapitalizacijom banaka javnim fondovima i preuzimanjem rizičnih plasmana, omogućavanjem fiskalnih olakšica. Uz pokušaje utjecaja na visinu kamatnih stopa, ukupan trošak navedenih mjera je iznosio 4 000 milijardi dolara. Nakon poduzetih mjera spašene su najbitnije karike gospodarstva pomoću državnih osiguranja, ali panika i slom zavladali su cijelim svijetom i u konačnici dovele do povlačenja kapitala i zaoštavanja kreditnih uvjeta. Globalni rezultati su bili izrazito negativni, pad proizvodnje (13%), pad opsega trgovine (10,9%) te globalni rast nezaposlenosti (Mlikotić, 2011).

Uz pad potražnje za nepotrošivim dobrima, posebice automobila i elektronike od strane razvijenih zemalja, došlo je i do pada količine izvoza, u razvijenim zemljama od 12,6%, dok u zemljama u razvoju pad je iznosio 7,5%. Vrlo značajan pad su bilježile i zemlje s fokusom na industrijsku proizvodnju gdje je pad bio od 10 do 25%, dok su Kina i Indija zabilježile samo usporeniji daljnji gospodarski rast. Do 2012. godine kriza je dovela do rasta nezaposlenosti mladih osoba (15-24 godine), te je porast bio za 4 milijuna u odnosu na 2007. godinu. Najbolnija posljedica krize je globalni problem siromaštva, gdje je od 900 milijuna siromašnih u svijetu, 456 milijuna ljudi ušlo u kategoriju ekstremnog siromaštva (Benolić, 2012b).



Slika 3 - Pad svjetskog rasta BDP-a, (GDP Growth (annual%), bez dat.)

Slika 3 prikazuje pad svjetskog rasta BDP-a, rast je 2007. godine iznosio 4,255% godišnje te je nakon kolapsa pao na -1,738% godišnje na svjetskoj razini. Odnosno prema tekućim tržišnim cijenama i tekućim odnosima među valutama, svjetski bruto domaći proizvod je 2008. godine iznosio 63,4 tisuće milijardi, a onda 2009. dolazi do pada na 60 tisuća milijardi dolara (Jurčić, 2016).



Slika 4 - Globalna stopa nezaposlenosti i ukupan broj nezaposlenih, (Hrvatsko gospodarstvo i svjetsko okruženje, 9.-11. studeni 2016.)

Uz pad bruto domaćeg proizvoda pojavio se problem nezaposlenosti. Slika 3 prikazuje kretanje globalne stope nezaposlenosti, najviša stopa u rasponu od 2005. do 2015. je dosegnuta upravo 2009. godine kada je bila na vrlo visokoj razini od 6,2%, odnosno 197 milijuna nezaposlenih osoba (Jurčić, 2016).

4.4.1. Posljedice na Sjedinjene Američke Države

Signal početka krize u SAD-u je pad vrijednosti dionica za 78% tvrtke *New Century Financial*, uz propast *Bear Sternsa* i njihovih fondova, te kasnije otkupljivanje od strane *JP*

Morgan Chasea (1,2 milijarde američkih dolara). Kako bi spasilo banke i ubrizgalo novac u sustav, gospodarstvo SAD-a je u periodu od 2007. godine do 2012. godine povećalo javni dug sa 8,707 milijardi na 15,356 milijardi američkih dolara. U procesima zaduživanja Kina je bila najveći kreditor, koja nije osjetila jake posljedice krize nego samo laganije usporavanje rasta BDP-a., te visoki rast štednje (jaki izvoz, pa je štednja većinom u američkim dolarima). Uz usporavanje gospodarstva, nezaposlenost se udvostručila, 2007. je iznosila 4,6%, a 2009. 9,3%. Uz navedene probleme, SAD je odlučio podignuti savezno osiguranje depozita (sa 100 000 na 250 000 američkih dolara). FED je smanjio kamatne stope, pokrenut je program *Troubled Asset Relief Program (TARP)*, za čišćenje bankarske bilance, uz osiguranih 700 milijardi dolara. Cjelokupne reforme su se temeljile na snižavanju kamatne stope, te osiguranju likvidnosti sustava, uz to, problem recesije je nalogao poticanje privatne potrošnje te smanjenje poreznog opterećenja (780 milijardi dolara). Međutim problemi su se produbili te je nastavljen rast proračunskog deficita uz eskalaciju nezaposlenosti (Benolić, 2012b).



Slika 5 - Kretanje rasta BDP-a u SAD-u (2010.-2018.) (United States GDP Annual Growth Rate, bez dat.)

Majstorović (2014) navodi da je SAD u 2009. godini imao zabilježen pad BDP-a od 3,5% te je kasnije dosegao najvišu razinu za desetgodišnje razdoblje, pad BDP-a od 4%.

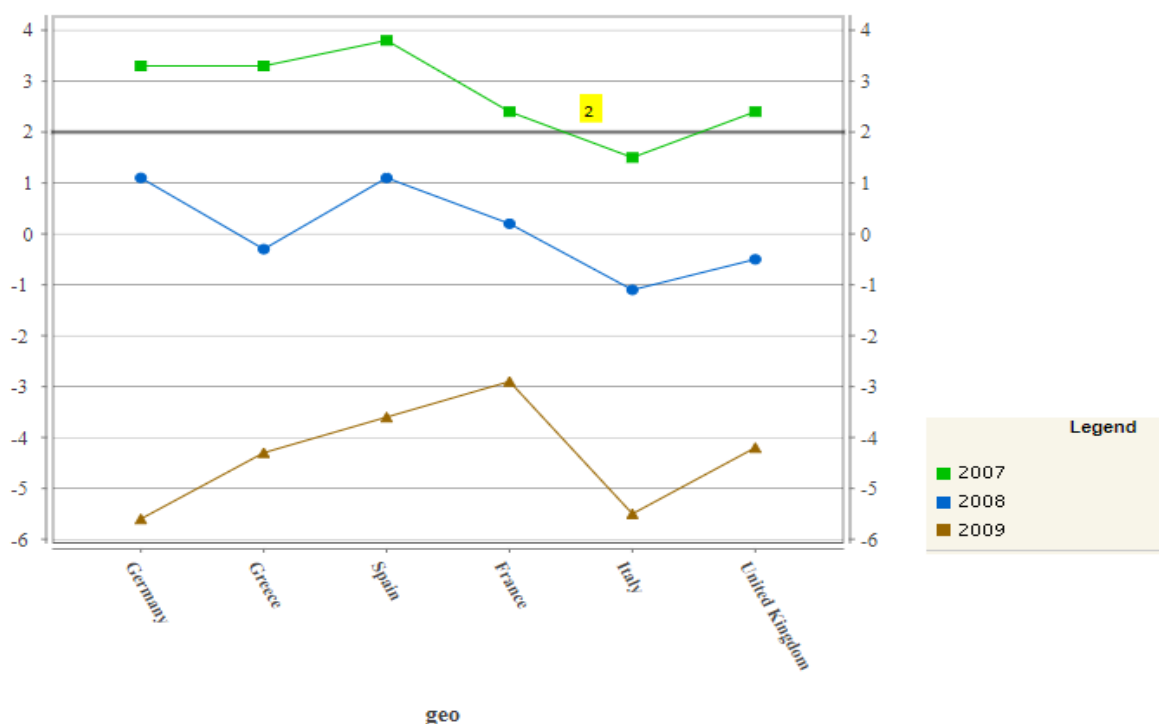
Federalni deficit se prema Mlikotić (2011) popeo na 12% BDP-a, što je bio rezultat pada državnih prihoda zbog smanjenja gospodarske aktivnosti. U planu je bio ambiciozan plan reforme zdravstvenog osiguranja, a tadašnji predsjednik Barack Obama je i povećao državne rashode povećanjem vojnih izdataka.

4.4.2. Posljedice na Europu

Europa je prije krize imala povoljnu ekonomsku situaciju, tržište je bilo stabilno, BDP je kontinuirano rastao, zaposlenost je bila na povoljnoj razini. Međutim, nakon početka krize u

SAD-u, kriza se proširila na europsko gospodarstvo, te je najjače utjecala na makroekonomske pokazatelje. Kriza u Europi je tehnički započela krahom banke BNP Paribas koja je ugasila investicijske fondove zbog loših rezultata. Takav potez je trenutačno ugrozio prvo francusko financijsko tržište pa se potom proširio na Europu. Njemačka je morala spašavati Hypo Real Estate kompaniju, Britanci banke poput Royal Bank of Scotland, Barclays, Francuzi Societe Generale i Nizozemci ING (Kožljan, 2014).

Rastom kamatnih stopa, dolazi do smanjenja ponude kredita, odnosno do kontrakcije i povlačenja novca iz optjecaja. Takav slijed događaja dovodi do pada osobna potrošnja i investicije, pa onda i prodaje dobara. Središnje banke su pokušale riješiti problem smanjene likvidnosti, ubrizgavanjem novca u sustav. Međutim kamatne stope u Londonu su skočile na 10%, obujam transakcija se smanjio te su banke polako odlazile u stečaj. Takav razvoj događaj je izrazito nepovoljno utjecao na zemlje u tranziciji i male zemlje. Grčka je primjerice, dodatno doprinijela produbljivanju krize. Nastupila je recesija te su čak i vodeće zemlje Europske unije bilježile pad BDP-a dva tromjesečja zaredom, odnosno Engleska, Francuska, Njemačka, Italija, Španjolska i ostale (Kožljan, 2014).



Slika 6 - Prikaz kretanja rasta BDP-a odabranih zemalja, 2007.-2009. (Real GDP growth rate -volume, bez dat.)

Prije dolaska krize sve odabrane zemlje se nalaze u gornjoj trećini slike (dijagrama), točnije 2007. godine, prikazan je stabilan i zadovoljavajući rast. Međutim kolapsom 2008. godine tri od šest prikazanih zemalja bilježe negativan rast BDP-a, što pokazuje druga trećina slike gdje negativan rast imaju Grčka, Italija i Ujedinjeno Kraljevstvo. Godinu dana kasnije, kada je kriza

na vrhuncu, svih 6 odabranih zemalja je u velikim problemima s padom BDP-a, te slika prikazuje prijelaz zemalja u zadnju trećinu slike. Takav loš trend jednog od glavnih makroekonomskih pokazatelja je rezultat stečaja velikih banaka i osiguravajućih društava (Kožljan, 2014).

Dodatan problem uz manjak likvidnosti banaka i sustava se pojavio u obliku visokih kamata na međubankarske kredite. Ekonomija zemalja unije se pogoršala, te su investitori preusmjerili novac u državne obveznice. Došlo je do povlačenja novca iz banaka, odnosno spirala je dovela do ograničenja bankarskih kredita i skupih trgovinskih kredita. Naravno, cjelokupna kriza se odrazila i na cijene nekretnina (koje su zabilježile rast), dok su visoke kamatne stope utjecale i na tečaj eura koji je ojačao u odnosu na dolar, te se na takav način pogoršao europski izvoz (Kožljan, 2014).

4.5. Utjecaj krize na Republiku Hrvatsku

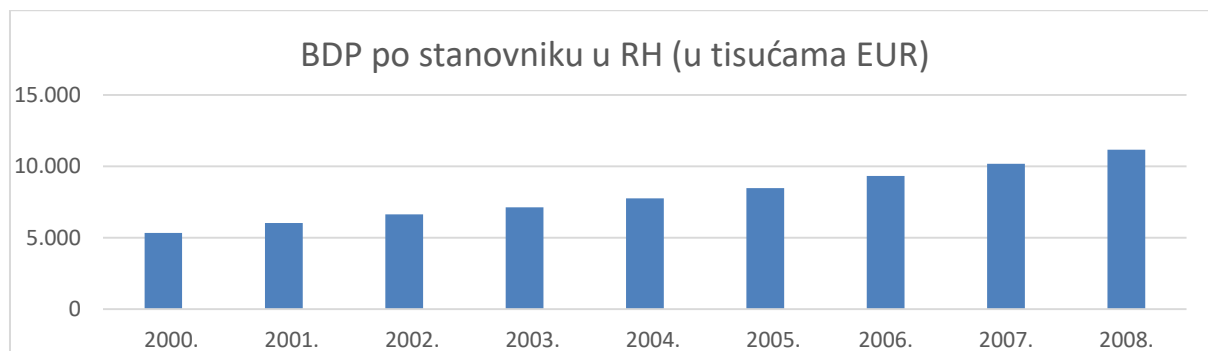
Globalna kriza je izrazito snažna pogodila svjetsku gospodarsku scenu, te prouzrokovala poprilične poremećaje na svjetskoj razini. Definitivan uzrok početka krize je ustanovljen u kolapsu tržišta hipotekarnih kredita, odnosno, krediti preoblikovani u vrijednosne papire su se raširili svjetskim tržištima kapitala. Nakon stečaja nekoliko investicijskih banaka u Americi, dolazi do pada cijena dionica, smanjene likvidnosti i kreditne restrikcije. Kriza se kasnije odrazila i u padu vrijednosti investicijskih fondova i kolapsom proizvodnje uz pad zaposlenosti. Azija, Amerika i Europa su se našle pred ekonomskim izazovom desetljeća, pa tako i Hrvatska (Benolić, 2012a; Mlikotić, 2011).

Nakon utvrđenih vrsta krize, uzroka, tijeka i načina razvoja krize u povijesti, važno je utvrditi čime je rezultirala kriza, odnosno kakve je posljedice donijela na Hrvatsku. Međutim, vrlo važno za istaknuti je i da loši ekonomski pokazatelji koji su pratili još dugo godina Hrvatsku, te u konačnici rezultirali razvojem recesije u dugotrajnu krizu nisu posljedica isključivo krize nego i poteza ekonomske politike od osamostaljenja. Stoga je vrlo važno prvo utvrditi kretanje gospodarstva RH prije krize, potom uzroke velikih problema te samo stanje gospodarstvo u krizi i konačne posljedice na Hrvatsku (Andabaka et al., 2016).

4.5.1. Analiza gospodarstva Republike Hrvatske prije krize

Nakon izlaska iz planskog sustava proizvodnje i socijalističkog načina upravljanja državom, Hrvatska je krenula s procesom razvoja neoliberalne doktrine, odnosno takav način razvoja tržišta je bio utemeljen u Stabilizacijskom programu iz 1993. godine. Program se temeljio na tri principa razvoja, 1. privatizacija, 2. deregulacija i 3. liberalizacija. Zadatak programa je bio da se Hrvatska i njezino gospodarstvo pogođeno ratom stabilizira i razvije u

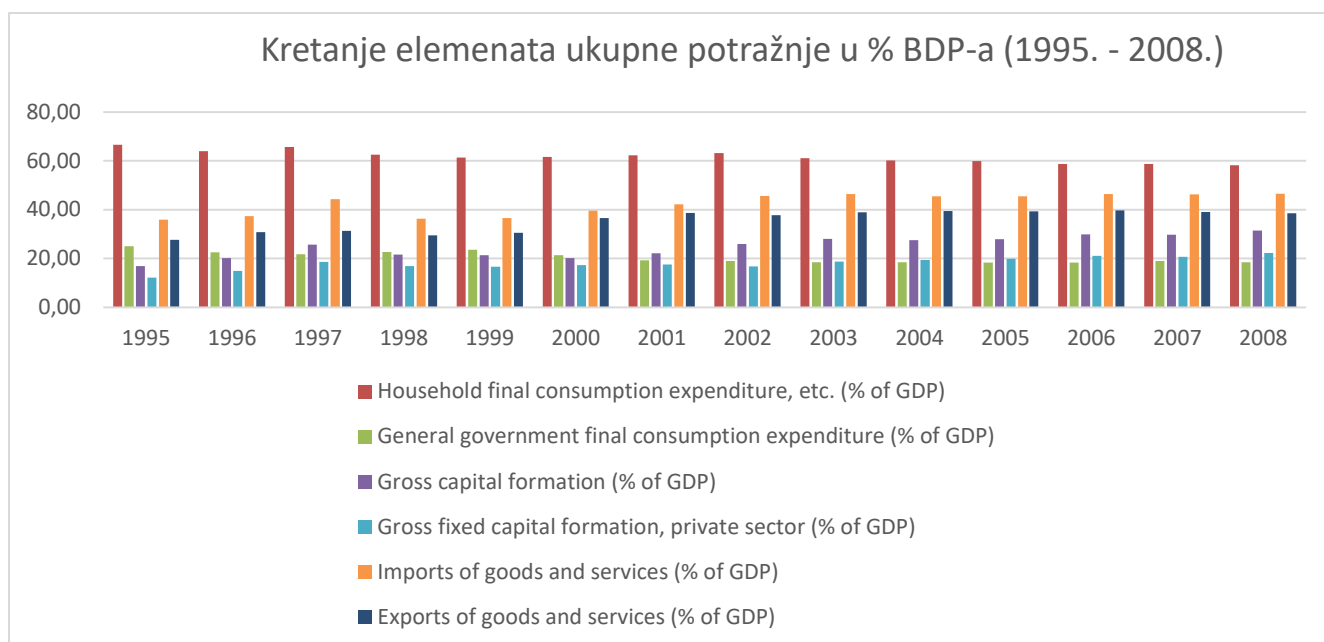
tržišnu ekonomiju. Fokusi razvoja su bili na stabiliziranju i jačanju hrvatskog gospodarstva, stvaranju povoljne tržišne klime i povlačenje države i njezine uloge iz gospodarstva. Također jedan od fokusa je bilo rješavanje problema hiperinflacije i posljednji primarni fokus je bio stvaranje pretpostavki za stabilan rast i razvoj (Majstorović, 2014).



Grafikon 2 – Kretanje BDP po stanovniku RH u tisućama eura (2000.-2008.), izrada studenta prema Makroekonomska kretanja i prognoze, br.3, www.hnb.hr (prosinac 2017.) [excel]

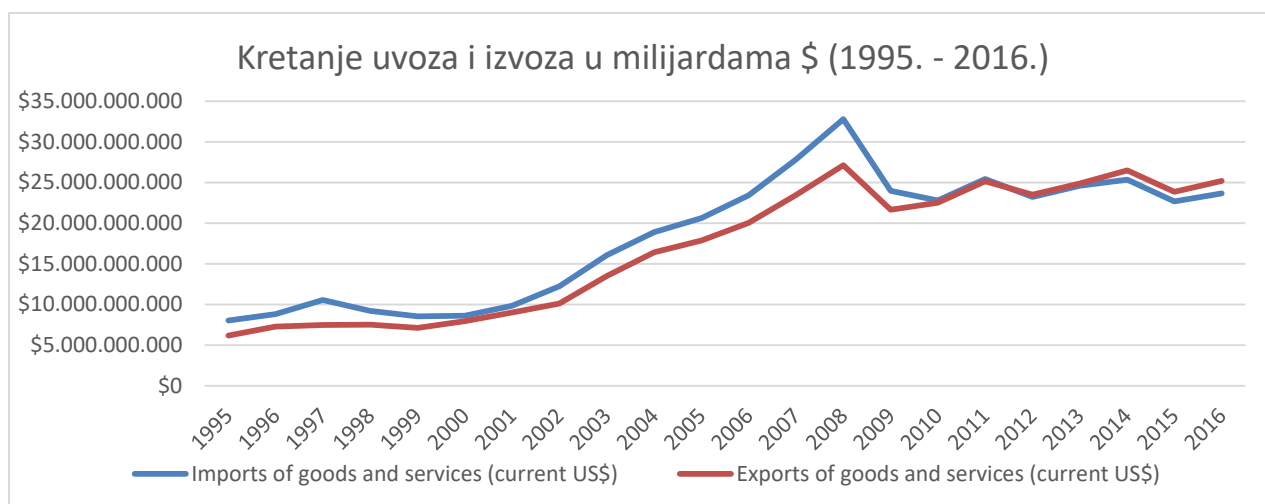
Gospodarstvo u RH je prije krize solidno opstajalo, grafikon 2 prikazuje kretanje BDP po stanovniku u tisućama eura koji je kontinuirano rastao, te se udvostručio kroz osam godina. Ekonomija se temeljila na zadovoljavajućem rastu, došlo je do privatizacije, priljevom inozemnog kapitala omogućen je procvat financijskog tržišta te rast cijena dionica, a stopa nezaposlenosti se kretala oko 11%. Država je stvarala uvjete za razvoj poduzetništva, radilo se na konkurentnosti regija i decentralizaciji javnih funkcija, a turizam je punio državni proračun. Povoljan kontinuirani rast BDP-a kulminirao je 2007. godine kad je iznosio 5,7%. Međutim pojavio se problem deficita platne bilance, dok se inflacija zadržavala ispod 5%. Javni dug koji prema fiskalnom kriteriju iz Maastrichta ne smije biti viši od 60% BDP-a, konstantno se zadržavao ispod tog praga, a najbolji rezultat je postignut 2007. godine kada je iznosio 47% BDP-a (Kožljan, 2014).

U spektru osnovnih sastavnica BDP-a, osobna potrošnja je imala najveći utjecaj na zadovoljavajuće pretkrizno stanje. Osobna potrošnja se u Hrvatskoj prije krize, odnosno od 1994. do 2008. godine značajno povećavala te je bila veća od stope rasta vrijednosti proizvodnje. Gospodarski rast se stoga uglavnom temeljio na povećanju potrošnje, a povećana potrošnja je bila posljedica optimističnih očekivanja (Buturac, Rajh, & Teodorović, 2009).



Grafikon 3 – Kretanje elemenata ukupne potražnje u % BDP-a (1995.-2008.), izrada studenta prema: THE WORLD BANK, IBRD – IDA, www.data.worldbank.org, (1.3.2018.), [više excel datoteka za RH]

Na grafikonu 3 je prikazan postotni udjel svakog od elemenata ukupne potrošnje. U razdoblje poslije osamostaljenja je vidljivo da potrošnja kućanstva u cjelokupnom promatranom razdoblju čini otprilike 60% dijela ukupnog BDP-a. Sljedeća po redu značajna stavka po udjelu u BDP-a je kretanje uvoza i izvoza. Također jedan od važnih čimbenika BDP-a u RH za navedeno razdoblje su i investicije koje su nakon 1995. doživjele vrlo ozbiljan rast koji se kretao sa 16,85% BDP-a pa sve do 30% 2008. godine. Takav rast se temeljio na povećanjima investicija u građevinske radove, odnosno značajno su doprinijeli veliki državni infrastrukturni projekti (autoceste), uz razvoj trgovina na veliko i malo, te uvijek značajan turizam i usluge. Međutim, takav rast i preorijentacija na uslužni sektor je rezultirao padom investicija u prerađivački sektor i poljoprivredu u korist tercijarnih zanimanja. Rast temeljen na potrošnji uvezenih dobara i usluga je rezultirao određenim nedostacima. Jedan od nedostatka se pojavio u obliku deficita platne bilance, odnosno kontinuiranog rasta uvoza nad izvozom (Buturac et al., 2009).



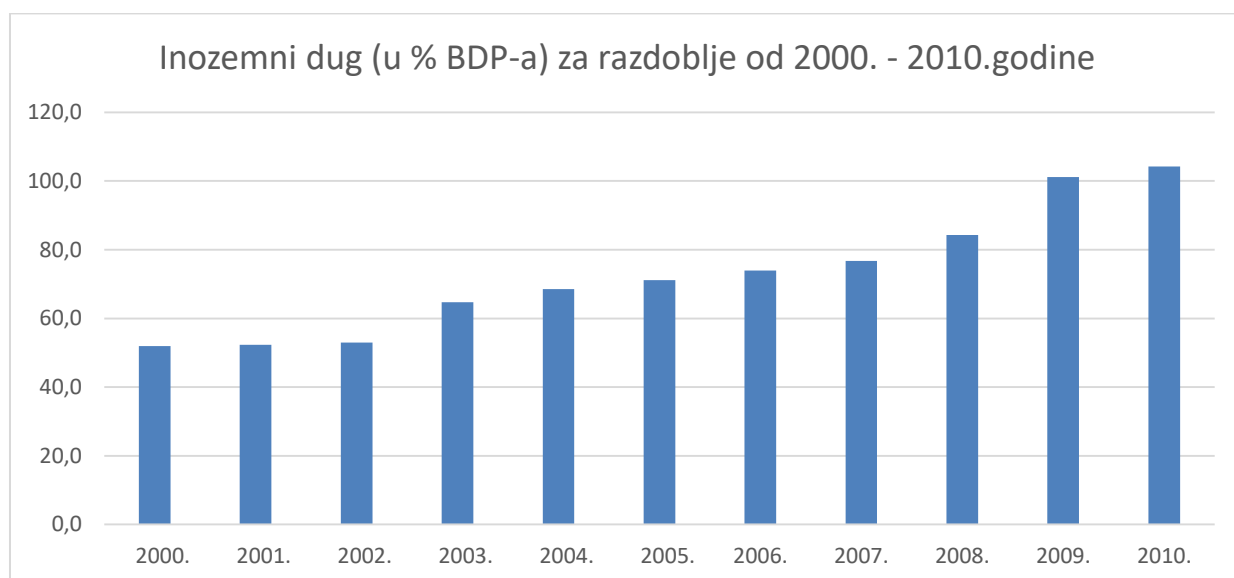
Grafikon 4 – Kretanje uvoza i izvoza u milijardama \$ (1995.-2016.), izrada studenta prema : THE WORLD BANK, IBRD – IDA, www.data.worldbank.org, (1.3.2018.), [više excel datoteka za RH]

Grafikon 4 pokazuje da povećanjem otvorenosti tržišta i liberalizacijom tržišta je došlo do povećanja uvoza. Uvoz je s 10 milijardi dolara do 2008. dostigao vrijednost od preko 30 milijardi dolara vrijednosti, dok je slabija konkurentnost rezultirala sporijim rastom izvoza odnosno povećanjem deficita u međunarodnoj razmjeni. Međutim dolaskom krize deficit se smanjio zbog pada potražnje, odnosno došlo je do pada proizvodnje i zaposlenosti pa se i potražnja smanjila što je rezultiralo padom uvoza za 26,8%. Izvoz se zbog krize smanjio za 20% zbog pada kupovne moći naših trgovinskih partnera (Buturac et al., 2009).

Međutim, osim slabije konkurentnosti postoje i drugi razlozi takve stagnacije izvoza. Stagnacija izvoza je uzrokovala vanjskotrgovinski deficit koji je potencirao dodatno vanjsko zaduživanje. U listopadu 1993. godine uveden je program ekonomske stabilizacije, Program je bio usmjeren na otklanjanje inflacije, uspostavljanje nezavisnih novčarskih institucija i mehanizama za ekonomsku kontrolu. Tada je monetarna politika uspostavljena mjerama kontrole stabilnosti tečaja Hrvatske narodne banke, a fiskalna politikom tvrdog budžeta. Sve mjere, uz liberalizaciju cijena i otvorenost su bile usmjerene na minimiziranje intervencija države. Nakon dvije godine programa cijene su se stabilizirale, čime je ostvaren cilj smirivanja inflacije i tečaja. Fokus sljedeće faze je bio na ubrzanju privatizacije i ukidanju monopola te uravnoteženju državnog proračuna uz sanaciju banaka (Gregurek & Vidaković, 2009).

Druga faza je rezultirala novom zakonskom regulativom te većim nadzorom državnog proračuna. Treća faza se odnosila na uspostavljanje pune vanjske konvertibilnosti kune, uz kontrolu inflacije ispod 10%, te balans između fiskalne, monetarne politike i platne bilance zemlje. Cjelokupni program nije pronašao rješenja za politiku privatizacije, restrukturiranja i ukidanja monopola. Uz navedene, nisu se riješili problemi zapošljavanja, socijalne politike te politika sanacije banaka dok je problem financijskog tržišta donekle bio riješen (Gregurek & Vidaković, 2009).

Navedeni rast i razvoj prije financijske krize je bio obilježen nedostatkom karakterističnih oscilacija u poslovnim ciklusima te manjkom reakcija monetarne i fiskalne politike. Prema autorima članka *Usklađenost monetarne i fiskalne politike u RH*, tečaj nije oduvijek bio stabilan nego je to bio isključivo odabir provoditelja monetarne politike. Također se navodi da je karakteristika hrvatske ekonomije u periodu od 2000. do 2016. godine i razlog tako nepovoljnog omjera količine uvoza i izvoza, u tome što je uvoz i pretjerana ponuda kuna (uvoz iznad uvoza) amortiziran stranim ulaganjima i vanjskim dugom. Odnosno ulaz deviza je bio puno veći od izlaza deviza te se stvorio deficit na tekućem računu. Snažnim ulazom deviza u ekonomiju uzrokovani su aprecijacijski pritisci na kunu, odnosno jeftin uvoz i trostruko povećanje uvoza kroz razdoblje 2008. - 2010. godine na grafikonu 4 (Gregurek & Vidaković, 2009).



Grafikon 5 – Kretanje inozemnog duga u % BDP-a (2000.-2010.), izrada studenta prema Makroekonomska kretanja i prognoze, br.3, www.hnb.hr (prosinac 2017.) [excel]

Uz problem politike tečaja i rapidan rast uvoza, vanjsko zaduživanje je bilo jedan od problema rasta gospodarstva u periodu od 2000. do 2008. godine. Posebice nakon 2002. godine kada dolazi do privatizacije bankarskog sustava te počinje rast kreditiranja privatnog domaćeg sektora privatnim stranim izvorima. Vanjsko zaduživanje je problem za rast gospodarstva, te je u konačnici zaduživanjem dug 2009. godine probio ukupnu vrijednost BDP-a. Međutim, nakon pada privatnog zaduživanja vanjski dug nastavlja rasti u 2010. godini zbog zaduživanja javnog sektora, odnosno dug opće države je do 2013. godine narastao na 82,2% BDP-a (Majstorović, 2014).

4.5.2. Republika Hrvatska za vrijeme krize: kronologija

Financijska kriza je ostvarila vrlo snažan utjecaj na tržišta zemalja u razvoju, posebice na financijska tržišta, taj utjecaj je bio izražen na povećanje nesklonosti prema riziku. Kako je tržište dionica svugdje doživjelo pad 2007. godine, tako je i CROBEX 15. studenog pao 9% u roku od mjesec dana, te kasnije u roku od godine i pol dana pao za 77%. Takav pad je išao u korak sa smanjenjem priljeva kapitala u bilo koju zemlju koja je imala tržište u nastajanju. Pad priljeva kapitala je pogodio i Hrvatsku, stoga s povlačenjem kapitala je došlo do povećanja troškova inozemnog zaduživanja, izrazito nakon rujna 2008. godine. Djelovanjem navedenih faktora, gospodarska aktivnost je počela usporavati te pravi početak recesije se može zabilježiti početkom 2009. godine. Tada je ostvarena dvoznamenkasta stopa smanjenja industrijske proizvodnje i maloprodaje uz pad potrošnje i pad BDP-a (Galac, 2011).

Uz navedene probleme došlo je i do pada spomenutog uvoza, ali i izvoza što je korigiralo manjak u robnoj razmjeni. U istom razdoblju prestalo je kreditiranje stanovništva, dok je rast kredita prema privatnom sektoru dodatno usporen. Uzrok tome su bili problemi „banaka majki“ što je rezultiralo povlačenjem depozita iz hrvatskih banaka. Krediti su bili preusmjereni prema državi, te su unatoč rastu kamatnih stopa, banke se nastavile zaduživati u inozemstvu sporijim tempom (Bokan, Grgurić, Krznar, & Lang, 2010).

Uz navedene događaje koji su dio gospodarskog dijela kronologije, vrlo važno je kronološki sumirati političke promjene u izvršnoj vlasti, s kretanjima tržišnog indeksa i kretanjima rejtinga RH, kako bi se moglo uvidjeti koji su događaji obilježili tijek krize. Značajni događaji tijekom krize u RH su:

2008. godina - Siječanj 2008. godine - nova koalicijska vlada s premijerom Ivom Sanaderom

14. kolovoza - Porast indeksa potrošačkih cijena u posljednjem desetljeću za 8,4%

15. listopada – Sabor odobrava povećanje osiguranja depozita do 400.000,00 kuna po deponentu

Studenj – Europska komisija smatra da će Hrvatska postati članicom EU do 2011. godine

7. prosinca – Slovenija blokira pristupne pregovore za ulazak EU zbog graničnog spora

2009. godina - 30. siječnja Ekonomski institut najavio recesiju i pad gospodarske aktivnosti od 1,3%

9. ožujka – CROBEX pada na 1,263 bodova, najniža razina i pad od 77% od 2007.godine

10. ožujka – DZS najavljuje pad industrijske proizvodnje od 14% godišnje

17. ožujka - Agencija S&P smanjuje kreditni rejting države s BBB+ na BBB

9. travnja – Hrvatska postaje članica NATO saveza

14. svibnja – HNB najavljuje pad BDP-a od 4%

20. svibnja – Agencija D&B smanjuje kreditni rejting države za jednu razinu

Lipanj – Europska unija odgađa krug pregovora zbog graničnog spora sa Slovenijom

1. srpnja – premijer daje ostavku te ga zamjenjuje Jadranka Kosor

11. rujna – Dogovor predsjednice Vlade RH i Boruta Pahora otvara put deblokadi pristupnih pregovora

25. rujna – DZS potvrđuje ozbiljnost recesije i najavljuje daljnji pad BDP-a

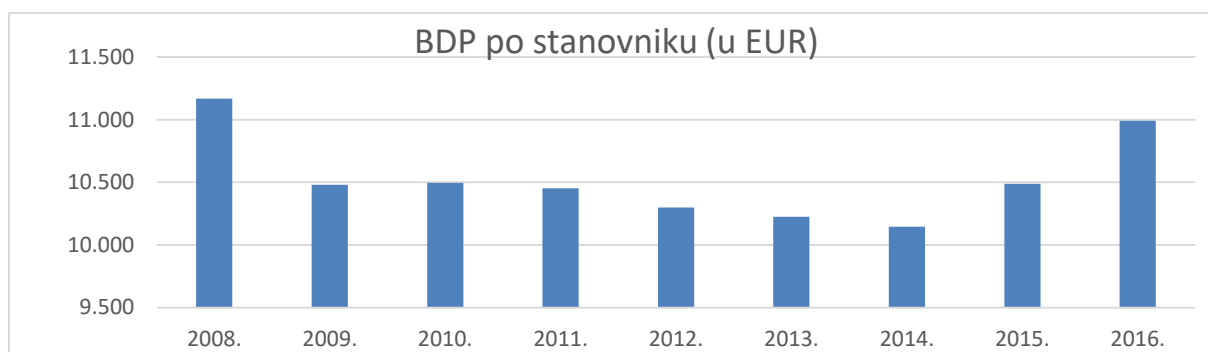
Studeni – Slovenija ukida blokadu pregovora, nakon potpisa sporazuma u vezi graničnog spora, a spor je prepušten međunarodnoj arbitraži

2010. godina – Siječanj – Ivo Josipović pobjeđuje na predsjedničkim izborima

Veljača – Vlada najavljuje plan financijskog oporavka kroz sufinanciranje kratkoročnih bankovnih kredita i jamstava za dugoročne kredite banaka (Galac, 2011).

4.5.3. Posljedice krize na Republiku Hrvatsku

Postignuta stabilnost u periodu od 2000. do 2008. godine se urušila nastupom globalne krize. Sam početak recesije zapravo je počeo tehničkom definicijom recesije kada je hrvatsko gospodarstvo bilježilo dvije uzastopne promjene negativne stope rasta u dva kvartala. Proračunski deficit se produbio i narastao, došlo je do raskola na financijskom tržištu, državna je potrošnja počela rasti, došlo je do pada investicija (kako domaćih tako i stranih), a vanjski dug se povećao. Građanstvo je bilo izrazito pogođeno krizom te je počelo štedjeti, dok se nezaposlenost produbila i zemlja je potonula. Kriza je ukazala na niz problema hrvatskog realnog sektora. Padom i inozemne potražnje, hrvatsko gospodarstvo je bilo dodatno pogođeno, stagnacijom je došlo do usporavanja plaća i do pada prinosa na tržištu kapitala. Stanje tržišta novca je postalo izrazito teško i neodrživo, došlo je do pada likvidnosti. Javne financije su bile u lošem stanju te se situacija nastojala popraviti pomoću rebalansa proračuna (Kožljan, 2014).



Grafikon 6 – Kretanje BDP po stanovniku (u EUR) (2008.-2016.), izrada studenta prema Makroekonomska kretanja i prognoze, br.3, www.hnb.hr (prosinac 2017.) [excel]

Grafikon 6 prikazuje kretanje BDP po stanovniku u eurima od godine početka krize dok 2016. godine. Izrazito zabrinjavajuća činjenica je trajanje recesije (kroz pad i stagnaciju) koja se pretvorila u sedam godina dugu i tešku krizu, te je stanovništvo znakove oporavka počelo osjećati s rastom BDP u 2015. godini. Međutim vrlo važno je napomenuti da grafikon prikazuje da i daljnji oporavak 2016. i dalje nije dosegao 2008. godinu i razinu BDP po stanovniku. Takvi porazni rezultati nakon krize su se vidjeli i u drugim segmentima gospodarstva ("EUROSTAT - Your key to European statistics," 2015).

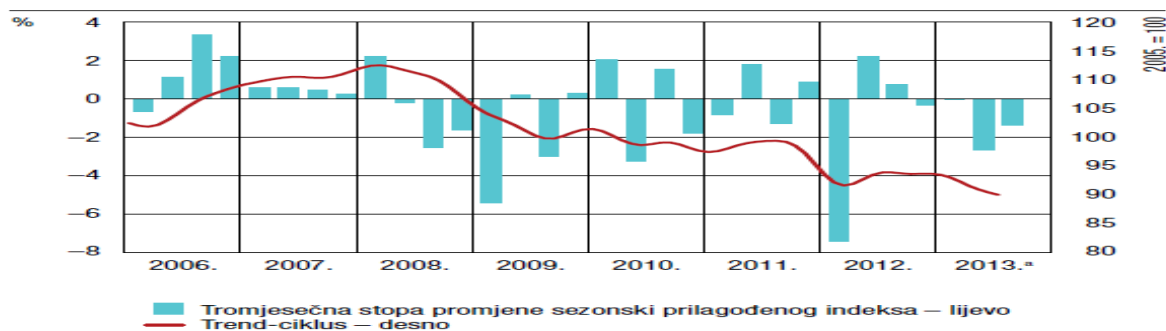
Tablica 1 - Kretanje stope rasta BDP-a (2008. - 2016.)

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
Realni BDP	2,1	-7,4	-1,4	-0,3	-2,2	-0,6	-0,1	2,3	3,2

Izvor: izrada studenta prema Redovne publikacije, Standardni prezentacijski format, www.hnb.hr (7.2.2018.) dokumenti [excel]

Prikazom tablice 1 moguće je vidjeti da pravi pad gospodarske aktivnosti Hrvatske je obilježen 2009. godine, odnosno zabilježen je pad BDP-a za 7,4%. Takav pad je rezultat smanjivanja industrijske proizvodnje, koja je 2008. godine pala na 1,6%, odnosno nakon 2009. godine nastavljen je pad, te je kroz 2009. godine industrijska proizvodnja pala za 10% u odnosu na prethodnu 2008. godinu. Također uz industriju, potrošnja je obilježila značajan pad od 15% u prvih deset mjeseci 2009. godine. Potrošnja je povezana s potražnjom stoga pad potražnje na svjetskom tržištu je uzrokovao i pad potražnje za hrvatskim proizvodima i smanjenje domaće proizvodnje (Jurčić, 2009).

Slika 3. Industrijska proizvodnja



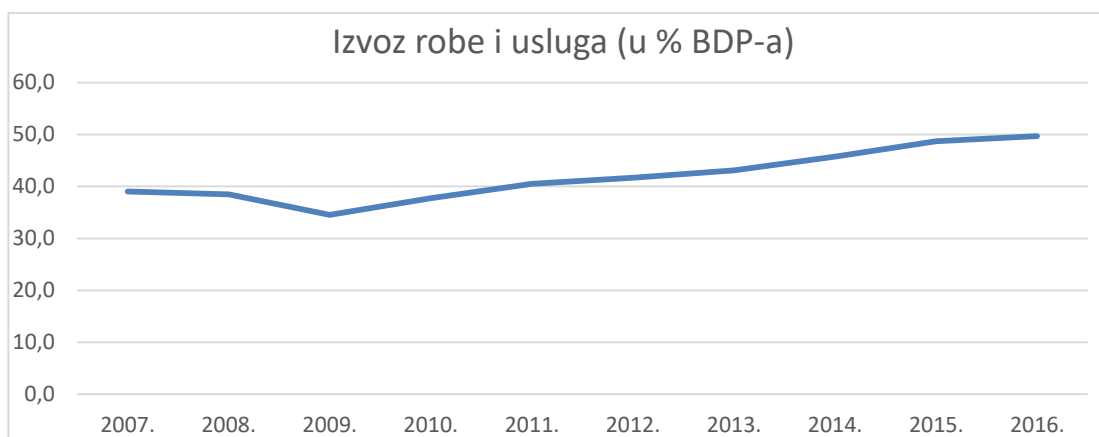
* Podatak za treće tromjesečje odnosi se na srpanj 2013.
Izvor: DZS (sezonska prilagodba HNB-a)

Slika 7 - Prikaz kretanja industrijske proizvodnje 2006. - 2013., (BILTEN HNB-a, rujan 2013, [pdf])

Industrijska politika i njezina provedba zahtjeva da država posjeduje analitičku sposobnost i da odredi odgovarajuću industrijsku strukturu, pogotovo u kriznim situacijama za gospodarstvo. Također potrebni su kvalitetni mehanizmi provođenja donesenih politika. Međutim domaća industrijska politika se temelji na subvencijama i jamstvima. Primjer je brodogradnja koja je između 2002. - 2009. primila 11,8 milijardi kuna. Takav način postupanja dovodi do stihijskih razvoja industrijskih grana koje su neovisne jedna od druge, a pritom egzistiraju na državnim intervencijama (Benolić (2012b) prema Kesner – Škreb (2011.)).

Jedan od dijelova gospodarstva koje je kriza izrazito pogodila i nanijela teške posljedice su investicije. Uloga investicija je ogromna jer se pomoću investicija povećava proizvedeno društvo bogatstvo, kao vrlo značajna poluga razvoja. Sam tempo gospodarskog rasta ovisi o investicijama, ali i o organizaciji rada, upravljanju, boljim obrazovanjem i boljim korištenjem kapaciteta. Poboljšanje svakog od navedenog uz istu razinu investicija dovodi do više stope rasta. Uz definiciju investicija kao ulaganjima u proširenje ili obnovu proizvodnog kapitala, važna je struktura i značaj investicija kao komponente agregatne potrošnje, čije promjene procesom multiplikatora utječu na promjenu nacionalnog dohotka. Dobar i kvalitetan rast podrazumijeva visoke stope investicije, koje daju temelje rastu ekonomskog standarda. Kriza je investicije u Hrvatskoj pogodila jače nego u EU28, udio investicija u BDP je pao s 28,1% u 2008. godini na 19,3% u 2013. godini. Javne investicije su doživjele pad s 5,8% na 3,3%, dok privatne sa 17,6% na 12,6%, a investicije kućanstva sa 6,8% na 5,8% u 2013. u odnosu na 2008. godinu (Jurčić, 2015).

Iznosi investicija u milijunima eura su 2008. godine dosegli 4,06 milijarde eura, dok su se 2009. godine smanjili na 2,4 milijarde eura. Daljnji pad je nastavljen 2010. godine kada su iznosile samo 276,9 milijuna eura, a do povećanja je došlo 2011. godine na iznos od 1,07 milijardi eura (Majstorović, 2014).



Grafikon 7 – Izvoz roba i usluga (u % BDP-a), (2007.-2016.), izrada studenta prema Makroekonomska kretanja i prognoze, br.3, www.hnb.hr (prosinac 2017.) [excel]

Na grafikonu 7 je vidljivo da nakon 2008. godine udio izvoza u BDP je pao otprilike na 35%. Međutim, razvijene zemlje veličine Hrvatske obično imaju udio izvoza roba i usluga u BDP preko 60% (Češka 78%, Slovačka 78%, Mađarska 72%, Litva 68%), ali Hrvatska ni 2016. nije dosegla takvu razinu razvijenosti. Država ne može biti razvijena bez razvijene industrije, a najbolji pokazatelj efikasnosti i konkurentnosti industrije je veličina izvoza s njenim udjelom u BDP-u (Jurčić, 2015).

Poveznica sa grafikonom 7 je grafikon 4. Na grafikonu je u godini nastupa krize (2008. godine) prikazan drastičan pad kako i uvoza tako i izvoza u Hrvatskoj zbog pada kupovne moći i potražnje u Hrvatskoj, ali i Europi. Male zemlje prirodno imaju veći udio izvoza i uvoza u bruto domaćem proizvodu. Jedan od razloga su ograničeni resursi i ograničenje tržišta, stoga male zemlje ovise o izvozu, ali i uvozu. Hrvatska je primjer u kojem je jak pad izvoza zbog loše gospodarske situacije partnerskih zemalja utjecao na dodatno pogoršanje makroekonomske situacije (Jurčić, 2015).

Važno za ukazati je i na problem nezaposlenosti (posebice osoba 15-34 godine), razvojem krize nestalo je svako 25. radno mjesto, odnosno došlo je do pada zaposlenosti. Zaposlenost je 2008. godine iznosila 44,4%, a potom se u 2009. godine smanjila za 4,1 postotnih poena. Formalna zaposlenost se smanjivala za 0,86% za svaki postotni pad BDP-a. Snažan udarac su i pretrpjeli mali poslodavci te obrti, odnosno stopa nezaposlenosti je narasla do 17,3% (2013., 2014. godine), a Hrvatska je zbog krize zauzela treće mjesto po visini stope nezaposlenosti mladih iza Grčke i Španjolske (Majstorović, 2014).

5. Reakcije makroekonomske politike

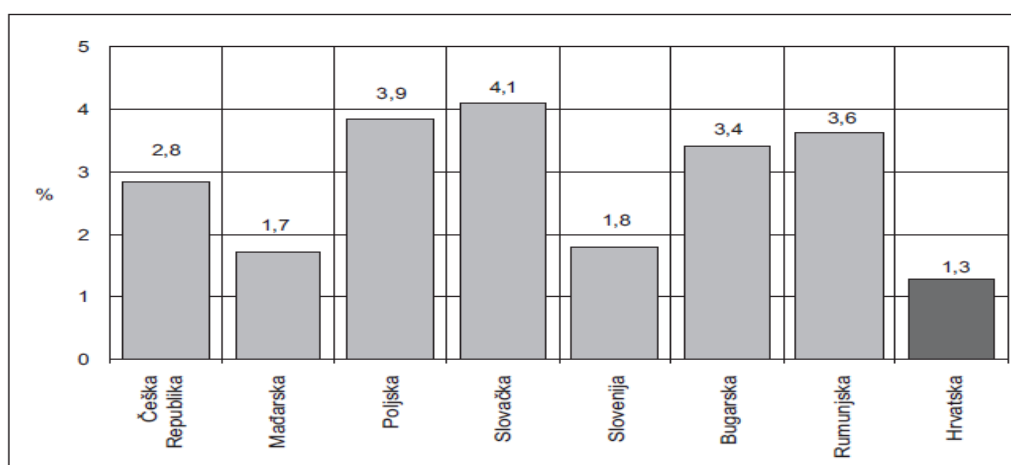
Nakon napuštanja planskog sustava 1990. godine Hrvatska je napravila prijelaz na tržišni način privređivanja, početkom tranzicijskog razdoblja. Dugotrajnost tranzicije, niz strukturnih promjena, pokušaja i pogrešaka su rezultirali velikim oscilacijama u rastu gospodarstva. Od 1989. Hrvatska je prošla kroz tri recesije, prva koja je trajala od 1990. do 1993. godine, druga recesija u periodu od 1998. do 1999. godine, a treća-financijska kriza od 2008. godine do 2014. Na temelju podataka se može zaključiti da su krize u RH vrlo dugotrajne, teške i s bolnim posljedicama, s problemom nedostatka pravih mehanizama u politici vođenja države. Treća, najdugotrajnija je u Hrvatskoj započela prvim kvartalom 2009. godine te je zahvatila realni i fiskalni sektor, uz dodatak previranja na političkoj sceni koju su tresli skandali (premijer Sanader i vladajuća stranka gubi izbore) (Andabaka et al., 2016).

Pad izvoza je inicirao lančanu reakciju, koja je rezultirala padom osobne potrošnje, uvoza, potrošnje i zaposlenosti, pa i padom BDP od negativnih 7,38%, a za usporedbu 1999. broj nezaposlenih je bio 321.866, a 2014. – 328.187, 6 godina nakon početka treće recesije. Padom potrošnje dolazi i do pada poreznih prihoda, stoga država kako bi podmirila svoja dugovanja je morala smanjiti svoje rashode, a razliku financirati zaduživanjem. Takvim sustavom došlo je do situacije u kojoj država svoju potrošnju nije mogla iskoristiti za kontraciklično djelovanje. Odnosno djelovanje koje se očituje u opreznoj potrošnji države i ubiranju poreza u razdoblju ekspanzije. Dok u uvjetima recesije država mora iskoristiti svoju mogućnost kontracikličkog djelovanja, te smanjiti poreze i povećati potrošnju, budući da postoji rezerva sredstava iz razdoblja ekspanzije. Uzrok krize su vanjski čimbenici, međutim dugotrajnost je posljedica internih čimbenika. Razloge osjetljivosti na vanjski šok treba tražiti u strukturi malog otvorenog gospodarstva kao što je Hrvatska. Prvi uvjet osjetljivosti je trgovinski kanal, a mala gospodarstva su izrazito uključena u razmjenu (izvoz 40% BDP-a, uvoz 50% BDP-a). Takvi uvjeti su i doveli do kraha gospodarstva nakon krize, zbog pada inozemne potražnje, a potom i pada hrvatskog izvoza. Drugi uvjet za osjetljivost je financijski kanal, odnosno liberalizacija financijskih tokova omogućuje zaduživanje pod određenim kamatnim stopama, čiji rast može uzrokovati skupo zaduživanje. Otvorenost gospodarstva ima velike prednosti, međutim osjetljivost je nuspojava. Osjetljivost se može smanjiti diverzifikacijom rizika, na način da gospodarstvo manje ovisi o svojim partnerima. Prednosti su da nema zapreka u razmjeni roba usluga, a domaći izvoznici imaju ogromno tržište od preko 500 milijuna stanovnika (Andabaka et al., 2016).

Uz posljedice koje su uzrokovane vanjskim i unutarnjim čimbenicima, uz dodatak izostanka reakcija politike, Hrvatska je gospodarski stagnirala bez obzira na mogućnosti i prilike nakon ulaska u Europsku uniju 2013. godine. Nakon pristupa se zapravo inicirao

početak oporavka 2014. godine. Posljedice stagnacije je potrebno kvantificirati, stoga u spektru stope gospodarskog rasta svijet je već 2010. godine rastao 5,4%, s vodećim stopama Kine 10,6%, i Indije 10,3%. Japan je kao prvi među visoko razvijenim zemljama koje imaju nešto niže stope razvoja sa 4,7%, EU 2,1%, Amerika 2,5%. Može se zaključiti da je većina zemalja nadoknadila gospodarski pad iz 2009. godine unutar dvije godine, s prosječnom svjetskom stopom rasta u periodu od 2010. - 2015. od 3,8% (Jurčić, 2016).

PROSJEK GODIŠNJIH STOPA RASTA REALNOG BDP-A, 2003.-2016.



Napomena: Podaci su u skladu s metodologijom ESA 2010.

Izvori: Eurostat, DZS. Obrada HNB.

Slika 8 - Prosjek godišnjih stopa rasta realnog BDP-a, 2003. - 2016. (Svjetsko gospodarstvo deset godina nakon početka krize, 8.-10. studenoga 2017.)

Slika 8 prikazuje stanje hrvatskog gospodarstva prije, tijekom i poslije krize, odnosno među državama čija su tržišta u nastajanju i razvoju. Hrvatska među istima ima najlošiji rezultat, dok je po mjeri BDP po stanovniku druga najlošija s 59% EU-28 prosjeka, a Bugarska s 48% prosjeka. Za usporedbu s najrazvijenijima, Nizozemska je na 128% prosjeka EU, Austrija 126%, a od nečlanica Norveška 149% i Švicarska 159%. Neke od karakteristika Hrvatske u periodu krize su visoka stopa nezaposlenosti, niski gospodarski rast i dugo razdoblje oporavka. Takav niz loših čimbenika je rezultirao činjenicom da su zemlje u razvoju napredovale u prosjeku preko 25% u odnosu na pred kriznu 2008. godinu. Dok se Hrvatska 2017. godine nalazi 5% ispod nivoa gospodarske aktivnosti iz 2008. godine (Jurčić, 2017).

Razlog je izostanak pravodobnih i efikasnih mjera politike koje bi dale poticaj oporavku gospodarstva i pridonijele boljim rezultatima gospodarskog rasta. Izostanak reakcija i mjera je rezultat nesposobnosti hrvatske politike da se država organizira na pravilan i pravedan način, uz dodatak krivih temelja (privatizacija, pretvorba, mirovinska reforma i sl.), rast hrvatskog gospodarstva je izostao. Hrvatska se 2016. godine (7 godina nakon početka krize) i dalje

nalazila u rupi od 11% ispod pred krizne 2008. godine, a svijet s 25% većom proizvodnjom (Jurčić, 2016)

5.1. Osnovni problemi ekonomske politike

Prihvatanjem koncepta ekonomskog razvoja temeljenog na općoj privatizaciji, liberalizaciji i deregulaciji Hrvatska je postala dio revolucije koja je trebala omogućiti ekonomski rast, mir i blagostanje. Međutim trebalo je velikom brzinom provesti liberalizaciju, privatizaciju, deregulaciju te osigurati neovisnost središnje banke, ali se to nije dogodilo. U razvijenim zemljama iza „nevidljive ruke“ uvijek stoji država koja mora reagirati na pravi način te omogućiti pravednu i fer tržišnu utakmicu, a u periodima ekspanzije djelovati nevidljivo. Takav način omogućuje razvoj poduzeća i poduzetnika koji su motor društva i razvoja bez velikog utjecaja države. U slučaju Hrvatske koja se našla nepripremljena za takav način gospodarenja, razvio se iskrivljeni neoliberalni model, koji je opravdao razne transakcije u periodu tranzicije koje nisu bile ekonomski opravdane. Izostali su kontrolni mehanizmi države potrebni u liberalnom modelu, pa se razvoj temeljio na liberalističkoj-kapitalističkoj politici. Negativni aspekti su se rješavali socijalističkim modelima te je to u konačnici rezultiralo kaosom i stvaranjem nevidljivih monopola. Otvaranjem granica, uvozna roba je vrlo lako nadomjestila nedostatak domaće, o domaćoj proizvodnji nitko nije ni brinuo, jer se oporavak očekivao od „nevidljive ruke“ i privatnih poduzetnika, pa je svjetska konkurencija pomela hrvatsku proizvodnju (Jurčić, 2012).

Prvi od problema ekonomskog modela je model privatizacije, koja nije stvorila dovoljan broj poduzetnika koji mogu uspješno poslovati na otvorenom tržištu. Privatizacija je trebala donijeti model u kojem je do tad državna imovina trebala dospjeti u ruke uspješnih poduzetnika, koji bi postigli profit podizanjem razine proizvodnje, zaposlenosti i izvoza. Međutim dio poduzetnika je trgovao nekretninama umjesto da se bavio vođenjem tvornice i pogona, te su jeftino kupovali, a skupo prodavali tvornice. Još jedna od skupina poduzetnika su bili poduzetnici bez interesa za proizvodnju, jer su se bavili preprodajom preuzete proizvodnje. Prodajom tvornica i slanjem radnika na burzu, izgubio se pojam poduzetnika, nositelja inovacije, koji može zauzeti dio tržišta, zaposliti ljude i potaknuti izvoz i sve to uz određenu razinu rizika i investicija. Kako bi se osigurali dobri uvjeti za poduzetnike država mora omogućiti bolje obrazovanje, dostupne informacije, povoljnija financijska sredstva, uz zaštitu tržišnog natjecanja (Jurčić, 2015).

Uz privatizaciju jedan od osnovnih problema je politika tečaja kune. Program iz 1993. godine je odredio tečaj tako da je jedna njemačka marka vrijedila 4,44 kune. Takav sustav je rezultirao činjenicom da svi koji imaju troškove iznad 4,44 kune su gurnuti u likvidaciju ako se u kratkom roku ne prilagode. Mjesec dana kasnije tečaj jača na 3,8 kuna=1 njemačka marka,

te dodatno uništava hrvatsku proizvodnju, jer domaća roba je preskupa, a proizvodnja neisplativa, a strana valuta i strana robe jeftine (Jurčić, 2015).

Treći problem je problem devizne klauzule koja dopušta da strani novac obavlja funkciju domaćeg novca u domaćem prometu. Strana valuta je postala mjera vrijednosti, a nema veze s domaćim gospodarstvom, nego je u vezi s državom gdje obavlja svoju funkciju. Devizna klauzula je uzrokovala da uzimatelj kredita direktno ovisi o tečaju na kojeg on nema nikakvog utjecaja, ali trpi velike posljedice (Jurčić, 2015).

Uz deviznu klauzulu i tečaj valja spomenuti i monetarnu politiku koja mora osigurati dovoljno novca za kvalitetno odvijanje osnovnog ekonomskih procesa. Uz spomenuti problem da je strana valuta mjera vrijednosti, važno je napomenuti da se tim postupkom oduzela funkcija mjere vrijednosti kuni te je više od 70% štednje u devizama. S povećanjem zaduživanja u inozemstvu koje je u devizama te se i takvo mora vraćati u devizama, dovelo je do toga da je Hrvatska izgubila monetarnu samostalnost. A povećanjem količine deviza, dolazi do jačanja kune, pa je uvoz postao jeftin (Jurčić, 2010a).

Četvrti osnovni problem je reforma mirovinskog sustava, koja je uzrokovala deficit od 5% odnosno 5 milijardi godišnje budući da se dio za generacijsku solidarnost prebacio u kapitaliziranu štednju. A kako bi se financirao deficit država posuđuje iz istih mirovinskih fondova sredstva pa ih potom vraća u prvi stup, te tako povećava vlastiti deficit i javni dug (Jurčić, 2015).

Peti problem je politika investiranja gdje su se zaduživanjem zapravo financirale investicije infrastrukturnog karaktera i neproizvodne investicije, a premalo proizvodnja. Rezultat je pojava nemogućnosti plaćanja dugova pa dolazi do prodaje imovine i dodatnog poreznog opterećenja građana (Jurčić, 2015).

Svakako se treba nadovezati i na strukturu financiranja, odnosno strukturu kapitala kojim su se financirale navedene investicije. Nakon prelaska na tržišno gospodarstvo, države u tranziciji su imale velike potrebe za kapitalom za restrukturiranje gospodarstva, bolje investicijske projekte i financiranje domaće potražnje. Do snažnog priljeva je i došlo sredinom 2000-tih, te je omogućen ekonomski rast utemeljen na domaćoj potražnji i brzom kreditnoj ekspanziji. Međutim nakon krize dolazi do velikog pada investicijske aktivnosti, te u Hrvatskoj ukupni priljev kapitala pada sa 11,7 milijardi dolara na 63 milijuna dolara. Najveći dio priljeva je bio dug u obliku kredita i obveznica, a jedna trećina vlasnički. Dominirali su krediti inozemnih banaka, jer je država istisnula glavninu novca na domaćem tržištu za financiranje fiskalnih deficita. HNB je u tom razdoblju ograničio rast kredita domaćim bankama kako bi oslabio pritisak na aprecijaciju tečaja, pa su poduzeća tražila kredite u bankama majkama u inozemstvu (Andabaka et al., 2016).

Takvim sustavom akumulirani dug nakon nekog vremena je postao veći od godišnjeg bruto domaćeg proizvoda. HNB je kako bi održao tečaj fiksnim otkupljivao priljeve deviza za vrijeme rasta investicija, (bojazan od aprecijacije), a kasnije nastupom krize povlačio dio kunske likvidnosti kako bi sačuvao tečaj od deprecijacije. Važno je napomenuti da je u periodu priljeva investicija, većina investicija bila *brownfield* tipa, gdje se zapravo radilo o privatizaciji velikih domaćih poduzeća (HT-a, INA-e, Pliva i velikih banaka). Investicije su dakle bile u obliku spajanja i preuzimanja, a manji dio su bile *greenfield* investicija, koje su uglavnom bile usmjerene na sektor trgovine i uslužni sektor. Razvoj sektora trgovine i uslužnog sektora rezultirao je porastom kreditiranja i porastom dohotka, bez porasta proizvodnje u istom periodu. Manjak se nadomjestio jačanjem kuna i jeftinijim uvozom, pa su građani trošili na automobile i ostala dobra većinom iz uvoza (Andabaka et al., 2016).

5.2. Karakteristike fiskalne politike u Republici Hrvatskoj

Agregatna potražnja i ponuda su pod utjecajem fiskalne politike, budući da promjena proračunske potrošnje i oporezivanja mijenja agregatnu potražnju, zaposlenost i proizvodnju. U slučajevima vanjskog šoka na gospodarstvo, proračunska potrošnja i oporezivanje može utjecati na nacionalni dohodak. Kejnezijanska škola smatra da vlada ima ulogu kojom mora aktivno koristiti mjere fiskalne politika kako bi utjecala na agregatnu potražnju i stimulirala potražnju. Dok monetaristi smatraju da takvi potezi imaju samo kratkoročan utjecaj na agregatnu potražnju, proizvodnju i zaposlenost, a monetarna politika može puno jače utjecati na potražnju i inflaciju. Međutim, javna potrošnja i oporezivanje imaju tri uloge, alokacijsku koja služi za alociranje sredstava među različitim javnim dobrima, javnim i privatnim sektorom. Distribucijska uloga se ogleda u raspodjeli nacionalnog dohotka među pojedincima, kućanstvima i djelatnostima, te stabilizacijska koja mora ispraviti nepravilnosti tržišta. Odnosno u slučaju krize, stabilizacijska uloga je važna, te sve države u krizi posežu za instrumentima javne potrošnje i poreza (Jurčić, 2010a).

Hrvatska fiskalna politika se bazira na tri razine proračuna, prva razina je proračun središnje države (državne organizacije, agencije, korisnici državnog proračuna, izvanproračunski korisnici i javna poduzeća, jedinice lokalne uprave i sl.). Druga razina su proračuni lokalne države (županije, općine, gradovi, i Grad Zagreb). Treća razina je proračun fondova socijalnog osiguranja (institucionalne jedinice, izvanproračunski fondovi, HZZO, HZMO, HZZ), a sve razine čine proračun opće države. Hrvatska je na početku svoje samostalnosti uvela Zakon o porezu na dohodak, Zakon o porezu na dobit, uz trošarine i indirektno poreze, a kasnije 1996. je uvedena carinska tarifa te 1998. godine PDV. Tada su prihodi skočili, a javna potrošnja eksplodirala, što se odrazilo na financijsku situaciju kasnije.

Kasnije dolazi do smanjenja poreznog opterećenja, što dovodi do smanjenja prihoda i rashoda proračuna. Međutim i dalje dolazi do rasta fiskalnog deficita, unatoč dodatnih mjera koje su kasnije povećale prihode koji su rasli do 2008. godine kada je nastupila kriza. Poslije krize, 2012. godine dolazi do rasta PDV-a s 23% na 25%, te rasta proračunskih prihoda. Međutim u razdoblju krize, s visokim rashodima i s velikim padom prihoda bez adekvatnih rezervi iz razdoblja ekspanzije, proračun je trpio deficit. Građani i gospodarstvo su se suočili s velikim problemima budući da je kontraciklička politika bila ograničena jer je politika zbog svojih grešaka iz prošlosti izrazito ograničila bilo kakvo svoje stimulativno djelovanje. Važno je i uočiti samu strukturu prihoda i rashoda državnog proračuna. Većinu prihoda konsolidirane središnje države čine prihodi od poreza (55%) i doprinosi (36%). Dok u samoj strukturi poreznih prihoda najveći udio ima porez na dodanu vrijednost (65%) te posebni porezi i trošarine (20%), a karakteristika tih oblika poreznih prihoda je pojava regresivnosti (Andabaka et al., 2016).

Također jedna od karakteristika javne potrošnje u Hrvatskoj je da je njezin udio desetak poena veći od prosjeka ostalih europskih država sa srednjim dohotkom. Unatoč većim stopama udjela javne potrošnje, ista u Hrvatskoj i dalje ima problema se efikasnošću i transparentnošću. Pozitivni efekti javne potrošnje u razdoblju krize će se vidjeti samo ako se veći dio javne potrošnje snabdijeva iz domaće proizvodnje, te ako se povećavaju šanse za kvalitetniji izvoz i manji uvoz (Jurčić, 2016).

S obzirom na strukturu prihoda i rashoda proračuna, glavna karakteristika fiskalne politike u Hrvatskoj je njezine ekspanzija, odnosno zahtjevi proračuna rastu brže od ekonomije. Ista karakteristika je vidljiva u činjenici da se bruto domaći proizvod povećao za 93% od 2000. godine do 2014., a državni proračun za 132%. Primjerice, Vidaković navodi da Družić i Katalić (2006.) tvrde da fiskalna politika treba poboljšati standard građana. Međutim u Hrvatskoj ona služi za stabiliziranje tečaja i poticanje potrošnje. Odnosno, fiskalna politika ne postiže ekonomske ciljeve te nije optimalna i dodatno je ograničena na rok od 4 godine (Gregurek & Vidaković, 2009).

Nakon uočavanja osnovnih karakteristika fiskalne politike, potrebno je proučiti fiskalno stanje prije krize, te koje su reakcije politike kao odgovor na krizno stanje. U razdoblju prije krize, te za vrijeme rasta BDP-a, postojale su stabilne stope rasta javnih prihoda. Međutim smanjenjem ekonomske aktivnosti dolazi do pada javnih prihoda, a najveći utjecaj je bio putem pada prihoda od PDV-a, zbog pada potrošnje, ali i pada količine uvoza. Pokušaj dostizanja zadovoljavajućih razina prihoda je bio s već spomenutim dizanjem stope PDV-a za 2 postotna poena. Međutim, bez značajnog oporavka osobne potrošnje nije se mogao ni očekivati oporavak poreznih prihoda. U razdoblju krize, doprinosi kao drugi najznačajniji porezni prihod također bilježe pad zbog smanjenja plaća i broja zaposlenih. Uz ta dva najznačajnija, neminovan je bio i pad ostalih poreznih prihoda kao što su porez na dohodak i porez na dobit.

Dok su rashodi na razini opće države ostali na pred kriznoj razini, pa su značajno utjecali na rast javnog duga (Čorić, Deskar-Škrbić, & Šimović, 2014).

Naznake velikih problema su se pojavile prije nastupa krize, kada su kategorije javnih rashoda, umjesto da su se smanjivali i kretali u suprotnom smjeru od poreznih prihoda, javni rashodi su rasli u vrijeme ekspanzije. S dolaskom krize izostao je prostor za povećanje državne potrošnje (pomoću potrošnje rezervi iz razdoblja ekspanzije) te je isto tako izostalo prostora za smanjenje poreznog opterećenja koje u tom periodu bilo izrazito potrebno gospodarstvu. Prije krize rasle su plaće, mirovine i izdaci za dobra i usluge, a kad je nastupila kriza zbog socijalne osjetljivosti i kolektivnih ugovora ni jedna kategorija tekućih rashoda ne bilježi pad nego stagnaciju. Osim kapitalnih rashoda, koji su se smanjili što je suprotno ekonomskoj teoriji, jer upravo ti rashodi generiraju najveći impuls za poticanje gospodarskog rasta (Čorić et al., 2014).

Važna stavka su i kamate koje su bilježile rast, zbog deficitarnog financiranja. To je kasnije rezultiralo s visokom razinom javnog duga i padom kreditnog rejtinga, te rastom rashoda za kamate od 15,2% na godišnjoj razini. Takva struktura javnih rashoda za vrijeme krize nije opravdana, budući da povećanje izdataka na dobra, usluge i plaće imaju vrlo blagi učinak na BDP, dok povećanje socijalnih naknada i subvencija nakon nekog vremena počinju imati negativan utjecaj. Kapitalne investicije (koje su jedine bilježile pad u Hrvatskoj), su jedina kategorija javnih rashoda koja ima dugotrajno pozitivan učinak kroz 7 kvartala, pa njihov utjecaj kasnije nestaje (Čorić et al., 2014).

5.3. Reakcije fiskalne politike u Republici Hrvatskoj

Redistributivna i alokativna uloga fiskalne politike je od velikog značaja za restrukturiranje gospodarstva i ponovno prilagođavanje izmijenjenom okruženju. Međutim u razdoblju krize u Hrvatskoj nije došlo do toga, nego su se instrumenti koristili za održavanje loše strukture gospodarstva u dinamičnom okruženju. Uz potrošnju države veću od mogućnosti, država nije ulagala u promjenu loše strukture, nego se novac trošio na krive stvari. Većina zemalja se okrenula ekspanzivnoj fiskalnoj politici kako bi stimulirala gospodarstvo. Hrvatska je u krizi pokušala stabilizirati financije bez razumijevanja utjecaja na gospodarstvo. Rezultati su bili itekako vidljivi, sedam godina duga teška kriza, povećanje deficita, pad domaće proizvodnje uz rast javnog duga. Bilo je potrebno povećati javnu potrošnju za rezervama iz dobrih razdoblja, a kasnije kad nastupi oporavak stabilizirati javne financije (Jurčić, 2010b).

Tipičan primjer lošeg načina planiranja i pripremanja za krizu je bio 2008. godine kad su proračunski prihodi bili veći od očekivanja. Tada je trebalo krenuti u štednju i pripremanje za krizu, a u stvarnosti je višak sredstava iskorišten za potrošnju. U središtu krize, Vlada je

nastavila provoditi procikličku politiku, koja se temeljila na pokušajima smanjenja državne potrošnje i povećavanju štednje, umjesto da se povećavala potrošnja na temelju štednje u dobrim vremenima. S ograničenim prostorom za djelovanje, Vlada je indirektno preko smanjenja državne potrošnje dodatno smanjila BDP-a, te povećanjem poreza pokušala održati postojeći budžet (Gregurek & Vidaković, 2009).

Početak krize, padom realne stope rasta za 6,9%, dolazi do snižavanja plaća u javnom sektoru, počinju padati i realne prosječne neto plaće. Također, važno za spomenuti je i sam porezni klin koji je u Hrvatskoj velik te je negativno utjecao na zaposlenost. Kasnije povećanjem osobnog odbitka 2014. godine su plaće počele rasti, međutim u 2015., Europska komisija utvrđuje da javni sektor isplaćuje veće plaće od privatnog sektora za 25%, te se pružanjem naknada narušava uvjetna nadnica i potiče rani izlazak iz radne snage. U teoriji rast plaća mora biti opravdan produktivnošću, ali Hrvatska nije iskoristila priliku da unatoč padu broja zaposlenih (200.000), napravi restrukturiranje i poveća produktivnost (Andabaka et al., 2016).

Također, jedan od problema oporezivanja i poreznog klina na plaće su doprinosi, dok porez na dohodak nije prevelik problem, jer je prosječno porezno opterećenje plaća ispod prosjeka zemalja OECD-a i EU-e. Međutim doprinosi su i dalje ostali visoki u periodu kad je bilo potrebno porezno rasterećenje građana, pa se Hrvatska klasificira kao zemlja s višim poreznim klinom, gdje većinu tereta poreza na rad snosi posloprimac (Šimović, 2012).

Za vrijeme krize vladajući nisu poduzimali nikakve reforme, a sam pristup EU nije nam pomogao koliko je mogao jer je Hrvatska nespremna ušla u zajednicu. Promjenama poreznih stopa pokušala se stvoriti iluzija da postoji plan i vizija, ali prava reforma poreznog sustava je izostala. Pozitivne mjere u razdoblju krize su bili pokušaji Vlade u smjeru kvalitetnije kontrole naplate poreza (fiskalizacija) međutim to se ubraja u redovne poslove, te ne spada u značajne reforme koje su bile potrebne u tom razdoblju. Jedan od poteza 2012. - 2013. godine je uvođenje subvencije za zapošljavanje, ali subvencija nije u skladu s povećanjem proizvodnosti budući da se nisu stvorili uvjeti za povećanje zapošljavanja i proizvodnje. Pritisak na gospodarski oporavak se povećao povećanjem cijena energenata, poreza i cijena infrastrukturnih proizvoda, jer se smanjio raspoloživi dohodak, što uzrokuje manju potrošnju, koja je komponenta gospodarskog rasta (Jurčić, 2013).

Na području javnog duga, prosječna vrijednost najrazvijenijih zemalja je bila 73,3% bruto domaćeg proizvoda, a 2010. je prosjek narastao na 100,3%. Države su investirale u zaustavljanje krize, kako bi sačuvale domaću proizvodnju i zaposlenost. Dug je nastao i treba ga vratiti, međutim, vraćanje je puno lakše sa sačuvanom proizvodnjom i gospodarskim rastom. Hrvatska je 2008. godine imala dug opće države na razini od 39,6%, dok je inozemni

dug bio na razini od 84,3%. To ukazuje na činjenicu da je bilo prostora za zaduživanje kako bi se stimulirao gospodarski rast jer je dug opće države porastao 2010. godine na 58,3% BDP-a, a inozemni dug na 104,2%. Međutim ta zaduženja nisu bila iskorištena na pravi način, financirao se rast plaća, kupovina dobara i usluga, te se zaduženje iskoristilo za zadržavanje razine rashoda u proračunu. S obzirom na to da se politika odlučila zadužiti potrebno je bilo uložiti u kapitalne investicije, koje su jedine doživjele pad na području proračunskih rashoda, a takve investicije imaju najjači pozitivan utjecaj na gospodarski rast (Jurčić, 2013).

Uz neefikasno trošenje zaduživanja i promjenama poreznih stopa, uveden je 2009. godine poseban porez na plaće, mirovine i druge primitke, „krizni porez“. Uvedena mjera je označavala dodatno porezno opterećenje građana sa zalutalim direktnim porezom koji je ukinut 2010. godine (Šimović, 2017).

Porezno opterećenje je tijekom 2011. - 2012. poraslo više nego što je porastao dohodak. Odnosno u razdoblju potrebe za poreznim rasterećenjem trebalo je smanjiti opterećenje za 3,6 postotna boda, odnosno 9,5 milijardi kuna prema BDP-u iz 2013. godine. Budući da najveći dio poreznog klina čine doprinosi, Vlada je stoga između 2012. - 2014. snizila doprinose za zdravstveno osiguranje s 15 na 13 posto. Međutim kasnije se odustalo od te mjere jer nije bilo zadovoljavajućih rezultata, poput smanjenje nezaposlenosti, a došlo je do umanjenja prihoda proračuna za 1,5 milijardi kuna. Zakon koji je oslobađao plaćanje doprinosa za mlađe od 30 godina je imao upitnu efikasnost. Kasnije je došlo do povećanja osobnog odbitka sa 1.800 na 2.200, 2012. godine, ali se uvelo oporezivanje dohotka od dividendi i udjela u dobiti, u vidu rasterećenja onih s nižim dohotkom. Upitno je i povećanje poreznog opterećenja srednjeg sloja građana, jer su porezni razredi bili slični onima iz 2010. godine. Također se nastavio kontinuitet izmjena koji ne doprinose značajnoj promjeni poreznog opterećenja rada (Deskari-Škrbić & Šimović, 2014) Međutim, 2014. je došlo do smanjenja nejednakosti, te je distribucija poreza pravednija jer je srednji sloj jače oporezovan u odnosu na 2011. godinu (Šimović & Deskari-Škrbić, 2015).

Na području poreza na dobit, Vlada je očekivala rasterećenja poduzetnika, smanjenjem porezne osnovice za iznos reinvestirane dobiti, ali je izostala svrsishodnost takve mjere. Za vrijeme krize, Vlada je povisila stopu PDV-a na 25%, te ukinula nultu stopu te su uvedene dvije nove snižene stope od 5 i 13 posto koje narušavaju poreznu osnovicu. Uvođenjem fiskalizacije, prihodi od PDV-a su nastavili padati, te su zahtijevali dodatne rebalanse proračuna. Uz PDV, došlo je do rasta trošarina na duhan i energente zbog prilagodbe s propisima EU, te je početkom 2012. godine ukinut porez na luksuzna dobra (Deskari-Škrbić & Šimović, 2014).

Povećanjem PDV-a za vrijeme krize nisu se postigli očekivani učinci rasta prihoda i pokrivanja deficita. Uz navedeno povećanje PDV-a i fiskalizaciju smanjila se efikasnost, zbog

uvođenja sniženih stopa, ali i sporijeg oporavka osobne potrošnje. Važno za napomenuti je da s ukidanjem jedinstvene stope poreza na potrošnju, te primjene snižene stope na ugostiteljske usluge gubici su za proračun iznosili preko 2 milijarde kuna (Šimović & Deskar-Škrbić, 2016).

U Hrvatskoj je u razdoblju od 10 godina, od 2008. godine do 2018. godine došlo do povećanja ukupne porezne presije. Pogotovo u razdoblju krize od 2009. godine do 2014. godine, kako bi se stabilizirao proračunski deficit. Oporavkom kroz 2015., 2016. i povećanjem porezne baze, nije došlo do značajnog smanjenja porezne presije te je 2016. udio ukupnih javnih prihoda u BDP-u iznosio 45,8%. Hrvatska prema izvješću Europske komisije iz 2017. godine ima iznadprosječno porezno opterećenje, koje je najveće među novijim članicama EU. Porezno opterećenje prema ekonomskim funkcijama je u Hrvatskoj organizirano tako da se potrošnja oporezuje u udjelu od 18,9% BDP-a (puno više od prosjeka EU). Rad sa 14,6% BDP-a, dok kapital uzima daleko najmanje udjela sa 4,1% BDP-a. Uz povećanje poreznog opterećenja koje je vidljivo kroz rast udjela poreznih prihoda u BDP-u, udio javnih rashoda u BDP-u također raste, pogotovo u periodu krize (Šimović, 2017).

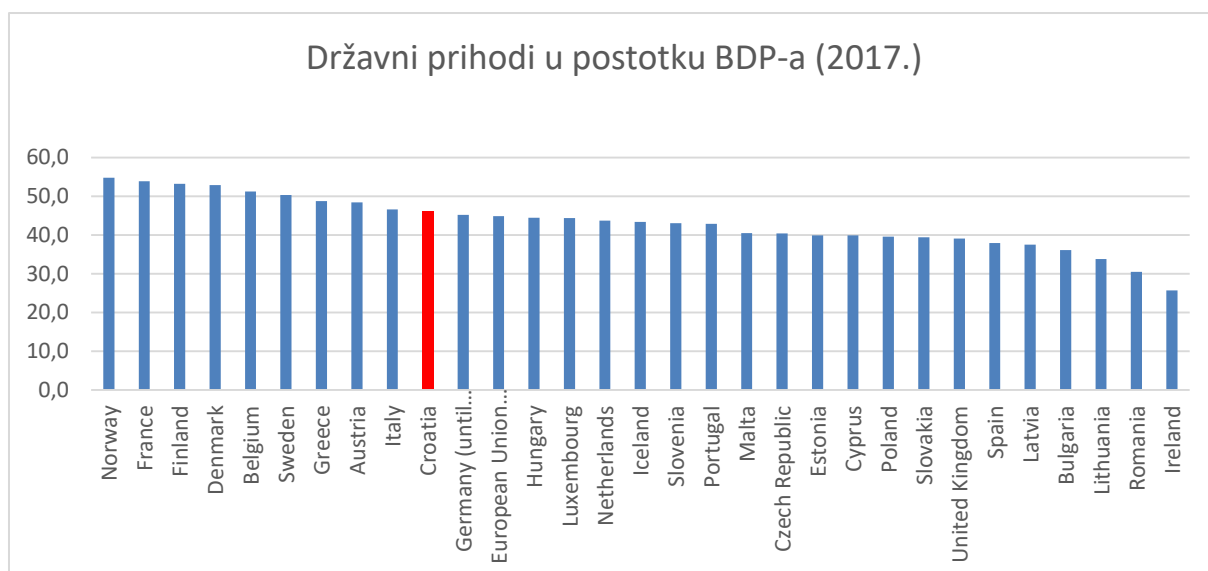
Slika 9 -Udio javnih rashoda u BDP-u (Potraga za optimalnim i efikasnim javnim financijama u RH: od reformi do zaduživanja), EFZG – serija članaka u nastajanju, 2017.

Tablica 6. Udio javnih rashoda u BDP-u

	2002	2005	2010	2015	2016
Naknade zaposlenima	10,5	9,9	10,7	10,9	11,0
Korištenje dobara i usluga	4,6	4,0	4,7	7,3	7,2
Kamate	1,8	1,9	2,0	3,4	3,2
Subvencije	2,0	2,2	2,4	2,2	2,1
Pomoći	0,3	0,5	0,6	1,6	1,2
Socijalne naknade	17,1	15,7	17,5	16,7	16,2
Ostali rashodi	2,3	3,0	2,8	2,8	3,4
Nabava nefinancijske imovine	3,7	3,7	1,7	2,7	2,6
Ukupno	42,2	40,9	42,4	47,6	46,9

Izvor: izračun autora prema Ministarstvo financija (2017).

Slika 9 prikazuje rast javnih rashoda do 2009. godine, nastupom krize, bez adekvatne pripremljenosti, rashodi kontinuirano rastu dalje sve do 47,6% udjela u BDP-u. Rast se temeljio na porastu socijalnih naknada – mirovina, rashoda za zaposlene i izdatke za dobra i usluge. Odnosno u početku krize su rashodi stagnirali, ali kasnije porasli zbog socijalne osjetljivosti društva, nefleksibilnih kolektivnih ugovora te političkog oportunizma. Takav sustav je doveo do porezne preopterećenosti gospodarstva i građana, duge i teške krize, budući da su se dugovi koristili za kupovanje socijalnog mira i popularnosti. Povećanje porezne presije se nastavilo i nakon oporavka kroz 2015. i 2016. godinu kad su uvedeni dodatni oblici oporezivanja poput oporezivanja dividendi u potpunosti i kamata na štednju (2014. godine), te oporezivanje kapitalnih dobitaka 2016. godine (Šimović, 2017).



Grafikon 8 - Udjel državnih prihoda u postotku BDP-a (2017.godine), izrada studenta prema Eurostatu, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, lipanj 2018., [excel datoteka]

Na grafikonu 8 je prikazan vrlo visok udio državnih prihoda u postotku BDP-a, budući da se prihodi prikupljaju oporezivanjem građana, takva činjenica ukazuje na već spomenutu poreznu opterećenost gospodarstva. Budući da se prihodi države koriste za razne oblike poslovanja države kao što su državna administracija, zdravstvo, školstvo, policija, vojska i sudstvo potrebno je proučiti efikasnost trošenja prikupljenih prihoda. Na području efikasnosti vladinog sektora i prema izračunu kvalitete javnih službi, državne službe i neovisnosti od političkih pritisaka, Hrvatska je na području Europe, prema Svjetskoj banci peta po redu, ali od iza. Na istoj listi u korelaciji s grafikonom 8, na vrhu ljestvice se sukladno udjelu državnih prihoda u postotku BDP-a nalaze Danska i Finska koje imaju visok udio prihoda u BDP-u, dok je kvaliteta javnih službi na izrazito visokom nivou. U anomalije spada Nizozemska (koja je nekoliko mjesta iza Hrvatske na grafikonu 8), a druga po redu odmah uz Dansku na razini efikasnosti vladinog sektora, te Irska koja je na začelju grafikona 8, a na ljestvici i efikasnost 14 mjesta ispred Hrvatske (Brkljača, 2017).

Nakon parlamentarnih izbora 2016., najavljena je i ostvarena nova porezna reforma za 2017. godinu koja je uključivala smanjenje poreza na dobit na 18% s 20%, te primjena niže stope od 12% za tvrtke s prihodom do 3 milijuna kuna. Povećan je osobni odbitak na 3.800 kuna te su uvedena 2 porezna razreda za porez na dohodak od 24% do 17.500 kuna i 36% za više od 17.500 kuna. Tim mjerama se stremilo ka smanjenju poreznog opterećenja osoba u radnom odnosu, a pogotovo osoba s pravom na dodatne odbitke na plaći. Unatoč blagim i neambicioznoj reformi, gospodarstvo se rasteretilo u području smanjena poreza na dobit, a prihodi od poreza na dobit porasli su za 15%. Hrvatska je na Lafferovoj krivulji pretjerano oporezivana država, te se smanjenjem poreza u određenom dijelu krivulje povećaju porezni prihodi. Odnosno Hrvatska je zbog nepripremljenosti na krizu i na ulazak u Europsku uniju,

kontinuirano povećavala porezni pritisak na građane te se destimulirala gospodarska aktivnost, pojačano smanjivao gospodarski rast i povećavala se nezaposlenost. To je dovelo do smanjenja poreznih prihoda, a inozemni dug se kontinuirano povećavao i u konačnici narastao na 107,9% BDP-a 2014. godine (Perković, 2018).

U vidu ispunjena predizbornih obećanja nakon dolaska na vlast 2016. godine, u 2018. vladajuća stranka počinje planirati smanjenje stope PDV-a u vidu dodatnog poreznog rasterećenja građana nakon porezne reforme iz 2017. godine. Koristi od smanjenja su upitne, ali i motivacija za smanjenje je diskutabilna. Budući da je ministrica gospodarstva morala odstupiti zbog politički loše vođene situacije Agrokor, uz dodatne prigovore s Pantovčaka zbog lošeg demografskog stanja, PDV je vjerojatno pokušaj skupljanja bodova na političkoj sceni. Korist je upitna zbog vraćanja inflacije (1,9%), a dobit koja nastaje zbog pada poreza će se rasporediti u lancu aktera na tržištu. Uostalom dobit može nestati zbog smanjenja cijena, ili će se povećati plaće nauštrb stagniranja dobiti. Međutim za prave efekte potrebno je obratiti pozornost na direktne terete na rad, ali i to da izvoznicima PDV nije od velikog značaja. Izvoznici dobivaju povrat PDV-a koji su platiti pri kupnji inputa, a za izvoznike koji zapošljavaju ljude u Hrvatskoj veći značaj ima rasterećenje kapitala i rada nego rasterećenje potrošnje. Porez na rad s novom poreznom reformom ima najprogresivniji porez na dohodak. Posljedica je da u Hrvatskoj nema puno jako dobro plaćenih ljudi (regionalna sjedišta, istraživački centri s vrhunskim stručnjacima) što je moguća poveznica s izvozom jer za jak i kvalitetan izvoz su potrebne takve vrhunske kompanije. Prema Santiniju, neoporezivi dio dohotka bi trebao iznositi 5.000 HRK na mjesec, jer bi se postigao direktan utjecaj na dodatno porezno rasterećenje građana s lošijim primanjima (Šonje, 2018).

U konačnici nakon svih mjera, poteza, reformi vladajućih s instrumentima fiskalne politike Hrvatska je prije krize bila i trenutno ostala na 61% BDP po stanovniku prema prosjeku EU, a Rumunjska nas je službeno prestigla 2017. godine sa 63% prosjeka EU. Iako je broj stanovnika se više smanjio nego u Hrvatskoj (7% naspram 4%), Rumunjska je napravila najveći pomak u deset godina s 44% prosjeka EU na 63%. Nastavkom izostanka pravih reformi i otporom prema modernizaciji, Hrvatsku će preći i Bugarska 2030. godine koja je trenutno zadnja u EU s 49% BDP po stanovniku prema prosjeku EU (Ekonomski, 2018).

5.4. Monetarna politika u Republici Hrvatskoj

Monetarni sustav Republike Hrvatske je nastao nakon osamostaljenja, za vrijeme problema s visokom inflacijom, a problem inflacije se pojavio u periodu Jugoslavije. Provedba antiinflacijskog programa nakon osamostaljenja je bila od velike važnosti. Tada je središnja banka odlučila postići stabilnost cijena putem strategije sidra deviznog tečaja. Unatoč kritikama

prema strategiji, ista je s kontrolom stabilnosti tečaja omogućila ulazak stranog kapitala u zemlju. Međutim, dio kritičara i dalje smatra da je politika snažnog i stabilnog tečaja kune glavni razlog deindustrijalizacije, manje konkurentnosti i uvozne ovisnosti (Čorić et al., 2014).

Uz navedene probleme koji su od samog početka bili karakteristika hrvatskog gospodarstva, tijekom proteklih 20 godina se stvorio velik broj dodatnih problema koji onemogućavaju bilo kakve značajnije doprinose monetarne politike. Problemi poput valutne klauzule, neslužbene euroizacije i nepovjerenja u domaću valutu. Uz to krajem 90-ih godina domaći bankarski sektor je u najvećoj mjeri prešao u vlasništvo inozemnih banaka. Prijelaz vlasništva je napravljen zbog relativno slabe domaće likvidnosti i nastojanja središnje banke da kontrolira novčanu masu, pa su se u konačnici domaće banke okrenule prema inozemnim izvorima sredstava. Ta sredstva su uglavnom bila korištena za osobnu potrošnju i financiranje građevinskog sektora koji je rezultirao napuhavanjem tržišta nekretnina (Čorić et al., 2014).

U razdoblju prije krize, kada je BDP rastao te se temeljio na povećanju vanjskog duga i deficita bilance plaćanje, središnja banka je svoje funkcije ostvarivala pomoću instrumenata deviznih aukcija, isključujući operacije na otvorenom tržištu, što je umanjivalo bilo kakav doprinos središnje banke. Takav sustav je doveo do toga da za vrijeme krize ne postoji koordinacija između fiskalne i monetarne politike, a u konačnici i izostanka prilagođavanja fiskalne politike monetarnoj zbog uvjeta u kojima se nalazi monetarna (Čorić et al., 2014).

U spektru makroekonomskih ciljeva koji se ogledaju u 1) stabilnosti tečaja, 2) potpunoj mobilnosti kapitala i 3) suverenosti monetarne politike, hrvatski model se može prikazati kroz dva osnovna cilja. Prvi i drugi cilj su generirani na početku razdoblja samostalnosti, te hrvatska ekonomija od početka teži ka održavanju stabilnosti tečaja i liberalizaciji kapitalnih tokova. Budući da su 3 cilja u obliku trokuta, te su samo dva ostvariva, u ovakvom modelu monetarna samostalnost je isključena. Dakle, u tako odabranom trokutu makroekonomskih ciljeva, monetarna politika ne može pratiti rast ili pad BDP-a, nezaposlenosti i rast javnog duga. Manjak koordinacije između dviju politika se ogleda i u Mundell-Flemingovom modelu. Dakle, u slučaju pada BDP-a u uvjetima fiksnog tečaja, model nalaže da je potrebno napraviti fiskalnu ekspanziju kako bi se pokrenulo gospodarstvo i smanjila nezaposlenost. Međutim fiskalna politika Hrvatske je fiksirala politiku smanjivanja deficita u počecima krize, a kasnije krenula sa zaduživanjem s ciljem pokrivanja tekućih rashoda bez fokusa na kapitalna ulaganja (Sever, 2009).

U Hrvatskoj se monetarna politika provodi preko kupnje i prodaje instrumenata, koji nisu državne obveznice nego strana valuta. U takvom ekonomskom sustavu ne postoji koordinacija niti bilančna poveznica monetarne i fiskalne politike. Dakle, HNB posjeduje u aktivu devize, odnosno kupuje eure, što insinuira da HNB vjeruje u stanje ekonomije EMU-a, te

poklanja veliku pažnju stabilnosti neke druge ekonomije, iako se radi o fiducijalnom novcu. Stoga, s takvom strukturom bilance, prvi cilj HNB-a je stabilnost tečaja, a tek onda stabilnost cijena jer HNB-a smatra da stabilnost tečaja vodi do stabilnosti cijena. Takav cilj diktira način funkcioniranja središnje banke. HNB, u tom slučaju zapravo nastoji kontrolirati količinu strane valute u ekonomiji (tržište deviza), a ne količinu domaće, budući da hrvatsku ekonomiju obilježava puno veći ulaz deviza nego izlaz deviza. Takav sustav implicira da HNB gleda stanje na tržištu eura u Hrvatskoj. HNB bi trebao kontrolirati domaću valutu, inflaciju, tečaj i platnu bilancu. HNB nastoji kontrolirati vlastitu aktivu, odnosno kada ima previše deviza u ekonomiji, a premalo kuna, tečaj kune jača. HNB tada kupuje devize i povećava količinu kuna, te povećava svoje strane rezerve. Kada je premalo deviza, a previše kuna tečaj slabi, HNB prodaje svoje rezerve i prodaje ih kako bi povukao kune iz optičaja i opet kontrolira aktivu (Gregurek & Vidaković, 2009).

Opravednost strategije sidra nominalnog deviznog tečaja je u tome da središnja banka treba osigurati da je odabrana varijabla snažno korelirana sa stopom inflacije. Kada se u Hrvatskoj mjeri povezanost tečaja eura i inflacije pomoću indeksa potrošačkih cijena, vidljiva je ovisnost stope inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena o nominalnom tečaju. Razlog tomu je indeks koji uzima u obzir promjene cijene svih dobara koje se kupuju u Hrvatskoj, a Hrvatska ima vrlo velik udio uvoza u BDP-u (Andabaka et al., 2016).

Međutim, postoji i tvrdnja da Hrvatska nije bila primorana na politiku stabilnosti tečaja, pogotovo 2000. godine, jer primjerice Slovenija, Slovačka, Slovenija, Rumunjska i Mađarska su imale politiku varijabilnog tečaja. U slučaju ovih država povezanost stabilnosti tečaja i stabilnosti cijena nisu točne zbog strukture njihove ekonomije. Primjerice, Litva je 2007. godine imala stabilan tečaj, a 3 puta veću inflaciju nego EU, dok je Slovenija s varijabilnim tečajem imala puno manje odstupanje s inflacijom, nego u uvjetima fiksnog tečaja. Stoga, inflacija u maloj otvorenoj ekonomiji u normalnim ekonomskim uvjetima nije vezana jedino uz tečaj (Gregurek & Vidaković, 2009).

U razumijevanju kako HNB funkcionira, vrlo važno je uočiti mehanizme i aktivnosti prije nastupa krize. Jedna od vrsta regulatornih zahtjeva kojima upravlja HNB je granična obvezna pričuva koja je se odnosila 2005. godine na zaduživanje poslovnih banaka u inozemstvu. Stopa granične obvezne pričuve je povećavana, kako bi se zaustavio rast inozemnog duga poslovnih banaka. Tom mjerom su potaknute dodatne dokapitalizacije banaka (strane banke majke su povećale kapital domaćih banaka radi izbjegavanja graničnih pričuva), a došlo je do povećanja inozemnog zaduživanja poduzeća (Bokan et al., 2010).

Tim postupkom, poslovne banke u Hrvatskoj su svoje poslovne klijente preusmjerile na banke majke, kako bi se izbjegle kontrole HNB-a, a doprinijelo se povećanju javnog duga. U

situaciji gdje se radi o maloj otvorenoj ekonomiji i kada se ograniči kreditiranje u državi poradi regulatornih zahtjeva, privatni sektor će tražiti izvore financiranja u inozemstvu (Radošević & Vidaković, 2013).

Zaduživanje privatnog sektora, je svakako bila komponenta ogromnog priljeva inozemnog kapitala (hrvatski prinos je bio nešto veći od njemačkog, što je bilo privlačno za investitore) u periodu od 2000. do 2008. godine. Na priljevu inozemnog kapitala se i temeljio rast potrošnje i investicija, ali i kasnija akumulacija duga. U razdoblju prije krize HNB je kako bi izbjegao pritisak inflacije, održavao stabilnost tečaja otkupljivanjem velikog djela pristiglog stranog kapitala. Priljev stranog kapitala je zapravo stvarao aprecijacijske pritiske na tečaj kune, te su uvozna dobra bila jeftinija od domaćih. Kasnije je to dovelo do dodatnog porasta potrošnje i investicija te dodatno doprinijelo rastu deficita tekućeg računa. Dakle, priljevom kapitala prije krize stvarali su se aprecijacijski pritisci, pa je HNB morao reagirati i izazvati rast tečaja. Kasnije kad je kriza nastupila, a inozemni kapital zbog visokog rizika prestao pristizati, pojavili su se deprecijacijski pritisci zbog manjka deviza, odnosno viška kuna u optjecaju (Andabaka et al., 2016).

Dakle, prilikom priljeva stranog kapitala, vanjski dug raste, strana ulaganja su pozitivna, pa je potražnja za kunama velika, a to stvara aprecijacijski pritisak na tečaj. Međutim, pritisak na tečaj se nije stvorio zbog jakog izvoza (slučaj kada inozemni partner inicira potražnju za kunama zbog trgovinskih odnosa), nego zbog priljeva deviza budući da se radi o kapitalnim ulaganjima. Uz to, poduzeća su usmjerena na zaduživanje u inozemstvu, što na tržištu stvara višak ponude deviza. Kako bi se tečaj održao stabilnim, HNB kupuje devize i pušta kune u optjecaj, s ciljem iniciranja deprecijacije (Vidaković, 2016).

Takav način postupanja je zapravo doveo do situacije, da je kuna od permanentnog ravnotežnog tečaja u periodu prije krize, pozitivno odstupala. Reakcijom središnje banke se uklonio aprecijacijski pritisak te je to rezultiralo deprecijacijom tečaja kune i pojavom činjenice da je kuna većinu vremena (period od 8 godina prije krize) podcijenjena. Također, važno je za napomenuti da se pojavila određena anomalija u hrvatskom gospodarstvu. U teoriji, tečaj je pozitivno koreliran s BDP-om, odnosno u razdoblju rasta BDP-a i ekspanzije gospodarstva, dolazi do aprecijacije tečaja, a u razdoblju recesije do deprecijacije tečaja. Međutim, u Hrvatskoj se dogodila suprotna situacija, u periodu ekspanzije (2000. - 2008.) došlo je do deprecijacije tečaja kune/euro, a kasnije u fazi krize (2008. - 2012.) aprecijacije tečaja. Dodatno treba napomenuti da ojačani tečaj kune nije trajao do kraja krize 2015. kune nego je prestao od 2012. godine. Tada je došlo do deprecijacije (neovisno o daljnjem negativnom BDP-u i spomenutoj anomaliji) zbog oporavka drugih europskih država, pa je porastao izvoz i priljev deviza u gospodarstvo. HNB je ponovo reagirao s ciljem otklanjanja aprecijacijskih pritisaka (Deskar-Škrbić, 2017).

5.5. Reakcije monetarne politike u Republici Hrvatskoj

Tijekom početka krize 2009. godine potrebna je bila visoka razina koordinacije fiskalne i monetarne politike zbog silazne faze poslovnog ciklusa. Nedostatak operativne usklađenosti je bio vidljiv dugim periodom oporavka gospodarstva u kojemu je bilo vidljivo da monetarna politika pokušava zadržati stabilnost sustava, a fiskalna zaduživanjem pokriti tekuće rashode. Monetarna politika unutar svojih ograničenja nije mogla značajno stimulirati gospodarstvo s određenim instrumentima, jer bez ispunjenja strukturnih ciljeva fiskalne politike i bez reformi, potrebna koordinacija dviju politika nije bila ostvariva (Golomejić-Raspudić, 2011).

Jedan od instrumenata koji je HNB iskoristio za vrijeme krize 2008. godine jest instrument minimalno potrebnih deviznih potraživanja. Navedeni instrument obvezuje banke da određeni postotak deviznih obveza održava u likvidnim deviznim potraživanjima, a razlog je što hrvatsko stanovništvo radije štedi u stranoj valuti. Stopa je bila vrlo visoka u periodu prije krize, međutim tijekom 2008. godine smanjenja je s 32% na 20%. Tim postupkom se osigurala devizna likvidnost, zbog pada priljeva kapitala tijekom krize. U konačnici, HNB je unutar svoje ograničene sposobnosti morao djelovati protuciklički te istodobno održati stabilnost tečaja. Propašću *Lehman Brothers*a, došlo je do pada povjerenja i početka povlačenja depozita iz banaka i deprecijacijskih pritisaka. Deviznom intervencijom HNB-a došlo je do ograničenja ponude kunske likvidnosti. Ograničenje kunske likvidnosti je restriktivna mjera te je dovela do porasta domaćih kamatnih stopa. Ključna mjera smanjenja likvidnosti se dogodila u siječnju 2009. godine kada je postotak obvezne pričuve za devizne obveze povećan s 50% na 75%. Navedena obveza se izvršava u kunama. Međutim, osigurala se potrebna devizna likvidnost i dodatna sredstva za domaće kredite. Likvidnost se osigurala 2008. godine kada je ukinuta granična obvezna pričuva (mjera oslobođanja), kao i stopa obvezne pričuve sa smanjenjem sa 17% na 14%. Također se zadržala stabilnost tečaja, čime se smanjila ugroženost otplate dugova stanovništva budući da većina građana ima kredite s valutnom klauzulom. Neznatno oslobođanje je dobiveno ukidanjem posebne obvezne pričuve (Bokan et al., 2010).

Karakteristika obvezne rezerve na devizna sredstva u Hrvatskoj je da se jedan dio izvršava u devizi, a drugi dio u kunama. Podizanje stope obvezne pričuve, označava da banka na primljenih 100 eura, ako je obvezna rezerva 20%, 15 eura mora platiti u kunama, a 5 eura plaća u eurima. Cilj podizanja stope je postizanje stabilnosti tečaja, zato što je došlo do povlačenja inozemnog kapitala pa potom i povlačenja deviza iz optjecaja. HNB je tom mjerom ograničio kunsku likvidnost, a povećao deviznu likvidnost. Posljedica takvog sustava je visoka vrijednost kune čije se posuđivanje potom skupo naplaćuje klijentima, zbog činjenice da bankama treba dostatna razina kunske likvidnosti za plaćanje kunskog dijela obvezne rezervu. To dovodi do situacije da je od 2009. godine primarni novac (depoziti banaka kod HNB), veći

od novca u optjecaju, odnosno novca izvan banaka. Banke su zadržavale višak kunske likvidnosti, jer su od 2009. do 2014. očekivale poremećaje u ekonomiji, a poremećaji su se očitovali u vidu povlačenja deviznih sredstava. HNB je u konačnici provodio ekspanzivnu politiku u devizama, u cilju stabilizacije tečaja, a banke su čuvale kunsku likvidnost kako bi sudjelovale u monetarnim intervencijama. Došlo je do postepenog povlačenja kuna iz optjecaja uz rast nelikvidnosti, ali je tečaj sačuvan od deprecijacije, po cijeni depresije koja je trajala 7 godina (Vidaković, 2016).

Takva dosljednost uporabe strategije sidra deviznog tečaja, zbog očuvanja cjenovne i financijske stabilnosti, označava ograničen prostor za djelovanje monetarne politike. U slučaju većeg neto-priljeva deviza, središnja banka tolerira kreditnu ekspanziju, ali u slučaju pada priljeva deviza, monetarna politika provodi restriktivne mjere, bez obzira da li prijeti realnoj ekonomiji razvoj recesije (Ivanov, 2014).

6. Zaključak

U radu pod nazivom Utjecaj ekonomske krize i reakcije makroekonomske politike u Republici Hrvatskoj, središnja tema je ekonomska kriza nastala 2008. godine zbog pucanja balona na tržištu nekretnina i utjecaj na hrvatsko gospodarstvo. Uz krizu, druga sastavnica teme su reakcije makroekonomske politike u Hrvatskoj, odnosno upotreba instrumenata fiskalne i monetarne politike za vrijeme krize. Nakon definiranja pojma, vrste i anatomije krize u prvom poglavlju, u drugom poglavlju obrađuje se kriza nastala 2008. godine, točnije, događaji i stanje prije krize. Potom se detaljno razrađuju uzroci i mehanizmi razvoja krize, te kako je kriza utjecala na američko i europsko gospodarstvo. U istom poglavlju analizira se stanje hrvatskog gospodarstva prije krize te se obrađuje kronologija krize i posljedice na Republiku Hrvatsku. U trećem poglavlju opisuju se reakcije makroekonomske politike, te koji su instrumenti fiskalne i monetarne politike aktivirani kako bi se oporavilo posrnulo gospodarstvo. Za izradu rada su se koristili alati poput Worda, za izradu i pisanje, te Excel za lakšu prezentaciju podataka u obliku tablica i grafikona. Za lakše praćenje implementiranih znanstvenih članaka, knjiga i Internet stranica u rad koristio se program Mendeley. Nakon iscrpne analize u radu, definitivno se može zaključiti da je kriza vrlo snažno pogodila većinu gospodarstva diljem svijeta i uzrokovala teške posljedice. Budući da je sami početak krize bio u američkom gospodarstvu, kriza je vrlo brzo pogodila američko gospodarstvo. Potom se proširila u vrlo kratkom roku zbog hipotekarnih vrijednosnica koje su putem tržišta kapitala dospjele na razna tržišta u svijetu. Kriza je također pogodila i Europu, većini država je trebala godina-dvije da oporave svoje gospodarstvo i ponovno pokrenu gospodarski rast i zaposlenost. U sferi krizom pogođenih država se nalazilo i hrvatsko gospodarstvo temeljeno na potrošnji i zaduživanju. Dolaskom krize, razotkrili su se strukturni nedostaci gospodarstva, pa je bilo potrebno reagirati na pravi način kako bi se pokrenulo gospodarstvo. Međutim manjak planiranja i fiskalne discipline prije dolaska krize je uzrokovao donošenje mjera koje nisu bile adekvatne za gospodarstvo, budući da je kriza trajala sedam godina. Uz to se nadovezao i nedostatak koordinacije između fiskalne i monetarne politike, pa monetarna politika nije djelovala dovoljno snažno budući da je uvjetovana strukturnim pogreškama iz prošlosti. Konačni dokaz da makroekonomske politike nisu reagirale adekvatno, leži u činjenici da hrvatsko gospodarstvo stagnira. Razlog tomu se može tražiti u potezima vladajućih koji su odgovorni za poduzimanje pravih reformi. Međutim, političke vlasti zasad dolaze i odlaze, bez donošenja pravih mjera za početak hvatanja koraka s Europskom unijom.

Popis literature

Knjige i članci:

1. Andabaka, A., Arčabić, V., Barić, V., Beg, M., Bogdan, Ž., Čavrak, V., ... Smolić, Š. (2016). *Gospodarstvo Hrvatske*. (A. Obadić & J. Tica, Eds.). Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu. <https://doi.org/000960040>
2. Babić, M. (2008). Financijske spekulacije i ekonomska kriza. *Obnov. Život*, 63(4), 385–388.
3. Baletić, Z. (2009). Kriza i antikrizna politika. *Ekonomski Pregled*, 60(1–2), 99–106.
4. Benolić, M. (2012a). Svjetska ekonomska kriza: razvoj, utjecaj na Republiku Hrvatsku i subjektivni stavovi studenata. *Pravnik*, 46(92), 119–137.
5. Benolić, M. (2012b). *Svjetska ekonomske kriza: razvoj, utjecaj na Republiku Hrvatsku i subjektivni stavovi studenata*. Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet u Zagrebu.
6. Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., & Lang, M. Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj (2010).
7. Buturac, G., Rajh, E., & Teodorović, I. (2009). Hrvatsko gospodarstvo u svjetlu globalne recesije. *Ekonomski Pregled*, 60(12), 663–698. Retrieved from <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-77149146222&partnerID=tZOtx3y1>
8. Čorić, T., Deskar-Škrbić, M., & Šimović, H. (2014). Mogućnosti i ograničenja fiskalne politike u Hrvatskoj. *EFZG - Serija Članaka u Nastajanju*, 385(0), 1–33.
9. Deskar-Škrbić, M., & Šimović, H. (2014). Porezna politika Milanovićeve vlade od 2012. do 2014. *Političke Analize*, 5(20), 22–32.
10. Galac, T. (2011). *Središnja banka kao krizni menadžer u Hrvatskoj – analiza hipotetičnih scenarija (I-34)*. Zagreb.
11. Golomejić-Raspudić, Z. (2011). Koordinacija monetarne politike i politike upravljanja javnim dugom u Hrvatskoj.
12. Gregurek, M., & Vidaković, N. (2009). Usklađenost monetarne i fiskalne politike u RH. *Ekonomija/Economics*, 16(2), 395–428.
13. Ilić, M. (2013). Razvoj globalne financijske krize i utjecaj na promjene u financijskom sustavu i gospodarstvu. *Oeconomica Jadertina*, (1), 88–103.
14. Ivanov, M. (2014). Kontraciklična monetarna politika u Hrvatskoj. *Razvojni Potencijali Hrvatskog Gospodarstva*, 1–22.
15. Jurčić, L. (2009). Hrvatska: Velika transformacija (Uvodno izlaganje i poruke Savjetovanja). In 17. *TRADICIONALNO OPATIJSKO SAVJETOVANJE HRVATSKIH EKONOMISTA (Opatija, 11.-13. studenoga 2009.)* (pp. 738–753).

16. Jurčić, L. (2010a). Financijska kriza i fiskalna politika. *Ekonomski Pregled*, 61(5–6), 317–334.
17. Jurčić, L. (2010b). Hrvatska - atipičan model gospodarenja, 61(12), 852–880.
18. Jurčić, L. (2011). Hrvatsko gospodarstvo - stanje i perspektive. In 19. *TRADICIONALNO OPATIJSKO SAVJETOVANJE HRVATSKIH EKONOMISTA (Opatija, 9.-11. studenoga 2011.)* (Vol. 62, p. 93).
19. Jurčić, L. (2012). Europska unija: Hrvatska ante portas. *Ekonomski Pregled*, 63(12), 763–790.
20. Jurčić, L. (2013). HRVATSKA - OPORAVAK ILI STAGNACIJA. *Ekonomski Pregled*, 64(6), 671–680.
21. Jurčić, L. (2015). STANJE HRVATSKOG GOSPODARSTVA - HRVATSKA U EUROPSKOJ UNIJI. *Ekonomski Pregled*, 66(6), 609–642.
22. Jurčić, L. (2016). Hrvatsko gospodarstvo i svjetsko okruženje. *Ekonomski Pregled*, 67(6), 605–636.
23. Jurčić, L. (2017). Svjetsko gospodarstvo deset godina nakon početka krize. *Ekonomski Pregled*, 68(6), 655–685.
24. Kindleberger, C. P., & Aliber, R. (2008). *Najveće svjetske financijske krize: manije, panike i slomovi* (5. izdanje). Zagreb: MASMEDIA.
25. Kožljan, V. (2014). *Financijske krize u XX. stoljeću s osvrtom na Hrvatsku*. Doba fakultet, za primjenjene poslovne i društvene studije Maribor.
26. Majstorović, M. (2014). *Suvremena ekonomska kriza i Hrvatska*. Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet.
27. Mijatović, N., & Špoljarić, D. (2011). TEORIJSKO ODREĐENJE I PRAVNO UREĐENJE HEDGE FONDOVA. *Zbornik PFZ*, 61(3), 897–926.
28. Mlikotić, S. (2011). Globalna financijska kriza-uzroci, tijek i posljedice. *Pravnik : Časopis Za Pravna i Društvena Pitanja*, 44(89), 83–94. Retrieved from <http://hrcak.srce.hr/98006>
29. Radošević, D., & Vidaković, N. (2013). Monetary Policy versus Structural Reforms: The Case of Croatia, 1–8.
30. Sever, I. (2009). The starting points of new economic policy in the conditions of recession. *Zbornik Radova Ekonomskog Fakultet Au Rijeci*, 27(2), 217–262. Retrieved from <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-73549092921&partnerID=tZOtx3y1>
31. Šimović, H. (2012). Razvoj poreza na dohodak u Hrvatskoj: Reforme i promašaji. *Revija Za Socijalnu Politiku*, 19(1), 1–24. <https://doi.org/10.3935/rsp.v19i1.1045>
32. Šimović, H. (2017). Potraga za optimalnim i efikasnim javnim financijama u Hrvatskoj : od reformi do zaduživanja. *EFZG - Serija Članaka u Nastajanju*, 385(0), 1–31.

33. Šimović, H., & Deskar-Škrbić, M. (2015). Učinak promjena poreznih stopa na porezno opterećenje rada u Hrvatskoj. *EFZG Working Paper Series/EFZG Serija Članaka u Nastajanju*, 385(13), 1–17.
34. Šimović, H., & Deskar-Škrbić, M. (2016). Efikasnost poreza na dodanu vrijednost u Hrvatskoj. *EZFG - Serija Članaka u Nastajanju*, 385(0), 1–16.
35. Vidaković, N. (2016). *Monetarno-kreditna analiza*. (G. Trbojević, Ed.). Zagreb: Visoko učilište EFFECTUS - visoka škola za financije i pravo. <https://doi.org/000937080>

Internetske stranice:

1. Brkljača, I. (2017). Hrvatska je porezno preopterećena zemlja i to se može dokazati. Retrieved from <https://arhivanalitika.hr/blog/hrvatska-je-porezno-preopterecena-zemlja-i-to-se-moze-dokazati>
2. Deskar-Škrbić, M. (2017). Je li kuna stvarno precijenjena? Retrieved from <https://arhivanalitika.hr/blog/je-li-kuna-stvarno-precijenjena/>
3. Perković, B. (2018). Porezni rezovi povećali proračun, sad treba još smanjiti poreze. Retrieved from <https://liberal.hr/clanak.php?id=1807>
4. Šonje, V. (2018). Zašto Plenković želi odlučiti krivo i smanjiti PDV. Retrieved from <https://arhivanalitika.hr/blog/zasto-plenkovic-zeli-odluciti-krivo-i-smanjiti-pdv/>
5. Ekonomski, L. (2018). Eurostat potvrdio: Rumunjska ispred Hrvatske, samo Bugarska ostaje. Retrieved from <https://arhivanalitika.hr/blog/eurostat-potvrdio-rumunjska-ispred-hrvatske-samo-bugarska-ostaje/>
6. pojam ekonomske krize - Wwww.Enciklopedija.Hr. (n.d.). Retrieved from <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=34894>
7. EUROSTAT - Your key to European statistics. (2015). Retrieved from <http://ec.europa.eu/eurostat/web/health/health-care/data/database>

Grafikoni:

1. House prices worldwide, [excel datoteka] (bez dat.) Preuzeto 4.3.2018 sa <https://www.globalpropertyguide.com/real-estate-house-prices/U#united-states>
2. Kretanje BDP po stanovniku RH u tisućama eura (2000.-2008.), [excel datoteka] (prosinac 2017.) Preuzeto 27.3.2018 sa www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije
3. THE WORLD BANK,IBRD-IDA, [više excel datoteka] (1.3.2018.) Preuzeto 23.3.2018 sa www.data.worldbank.org
4. THE WORLD BANK,IBRD-IDA, [više excel datoteka] (1.3.2018.) Preuzeto 23.3.2018 sa www.data.worldbank.org
5. Kretanje inozemnog duga u postotku BDP-a (2000.-2010.), [excel datoteka] (prosinac 2017.) Preuzeto 27.3.2018 sa www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije
6. Kretanje BDP-a po stanovniku (u EUR) (2008.-2016.), [excel datoteka] (prosinac 2017.) Preuzeto 20.4.2018 sa www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije
7. Izvoz roba i usluga (u % BDP-a), (2007.-2016.) [excel datoteka] (prosinac 2017.) Preuzeto 20.4.2018 sa www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije
8. Udjel državnih prihoda u postotku BDP-a (2017.godine), [excel datoteka] (lipanj 2018.) Preuzeto 21.6 sa Eurostat, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

Slike – izvori:

1. Business Cycles: Meaning, Phases and Features, [Slika] (bez dat.) Preuzeto 16.2.2018. sa <http://www.economicdiscussion.net/business-cycles/business-cycles-meaning-phases-and-features/10413>
2. United States Fed Funds Rate, [Slika] (bez dat.) Preuzeto 4.3.2018. sa <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>
3. GDP Growth (annual%), [Slika] (bez dat.) Preuzeto 16.3.2018. sa <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2016&start=2000&view=chart>
4. Globalna stopa nezaposlenosti i ukupan broj nezaposlenosti, [Slika] (9.-11.studenog 2016.) Preuzeto 16.3.2018. iz članka Hrvatsko gospodarstvo i svjetsko okruženje, 24. TRADICIONALNO OPATIJSKO SAVJETOVANJE HRVATSKIH EKONOMISTA
5. United States GDP Annual Growth Rate, [Slika] (bez dat.) Preuzeto 18.3.2018. sa <https://tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth-annual>
6. Real GDP growth rate – volume, [Slika] (bez dat.) Preuzeto 19.3.2018 sa <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/graph.do?tab=graph&plugin=1&pcode=tec00115&language=en&toolbox=type>

7. Prikaz kretanja industrijske proizvodnje 2006.-2013., (BILTEN HNB-a, rujan 2013.,[pdf]), [Slika] Preuzeto 20.4.2018. sa <https://www.hnb.hr/-/bilten-195>
8. Prosjek godišnjih stopa rasta realnog BDP-a, 2003.-2016. [Slika] (8.-10. studenog 2017.) Preuzeto 19.6. iz članka Svjetsko gospodarstvo deset godina nakon početka krize, 8.-10. studenoga 2017., Jurčić, Ljubo
9. Udio javnih rashoda u BDP-u 2017., [Slika] Preuzeto 21.6 iz članka Potraga za optimalnim i efikasnim javnim financijama u RH: od reformi do zaduživanja, EFZG – serija članaka u nastajanju, 2017., Šimović, Hrvoje

Popis slika

Slika 1 - Konjunkturalni ciklusi (Business Cycles: Meaning, Phases and Features, bez dat.) ...	6
Slika 2 - Kretanje kamatne stope FED-a u SAD-u (United States Fed Funds Rate, bez dat.)	12
Slika 3 - Pad svjetskog rasta BDP-a, (GDP Growth (annual%), bez dat.)	20
Slika 4 - Globalna stopa nezaposlenosti i ukupan broj nezaposlenih, (Hrvatsko gospodarstvo i svjetsko okruženje, 9.-11. studeni 2016.).....	20
Slika 5 - Kretanje rasta BDP-a u SAD-u (2010.-2018.) (United States GDP Annual Growth Rate, bez dat.).....	21
Slika 6 - Prikaz kretanja rasta BDP-a odabranih zemalja, 2007.-2009. (Real GDP growth rate -volume, bez dat.).....	22
Slika 7 - Prikaz kretanja industrijske proizvodnje 2006. - 2013., (BILTEN HNB-a, rujan 2013, [pdf])	31
Slika 8 - Prosjek godišnjih stopa rasta realnog BDP-a, 2003.-2016. (Svjetsko gospodarstvo deset godina nakon početka krize, 8.-10. studenoga 2017.)	34
Slika 9 -Udio javnih rashoda u BDP-u (Potraga za optimalnim i efikasnim javnim financijama u RH: od reformi do zaduživanja), EFZG – serija članaka u nastajanju, 2017.....	42

Popis tablica

Tablica 1 - Kretanje stope rasta BDP-a (2008.-2016.)	30
--	----

Prilozi